全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资大师投资系列

投资艺术

第三版

◆ 查尔斯·艾里斯在投资与理财方面的专著与专栏文章有效地改变了美国人的证券操作理念。

◆ 迄今为止关于投资策略和投资管理的最佳作品。

——彼得·杜拉克

[美] 查尔斯·艾里斯 著
by Charles Ellis
刘恩廷 译

中国财政经济出版社
McGraw-Hill Education

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向大师学投资系列

投资大师论投资

投资艺术

[美] 查尔斯·艾里斯 / 著
by Charles Ellis
刘恩廷 / 译

■ 迄今为止关于投资策略和投资管理的最佳作品。

——彼得·杜拉克

中国财政经济出版社
McGraw-Hill Education

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Winning the Loser's Game
by Charles D. Ellis
ISBN 0-07-022010-7
Copyright © 1998 by Charles D. Ellis.
Authorized translation from the English language edition published by McGraw-Hill, Inc.
Chinese language copyright © 2001 by McGraw-Hill Education and China Finance and Economic Publishing House. All rights reserved.
本书中文简体字版由中国财政经济出版社和美国麦格劳-希尔教育出版集团合作出版。
未经出版者书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

图书在版编目(CIP)数据

投资艺术：投资散户的终极战略/(美)艾里斯著；刘恩廷译. - 北京：中国财政经济出版社，2002.3
书名原文：Winning the Loser's Game
ISBN 7-5005-5392-7

Ⅰ.投… Ⅱ.①艾… ②刘… Ⅲ.股票 - 证券交易 - 基本知识 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 079853 号

著作权合同登记号：图字 01 - 2001 - 4426

中国财政经济出版社 出版

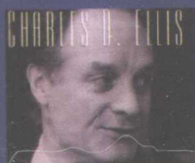
URL: http://www.cfeph.com
E-mail: webmaster@businesse-win.com.cn
(版权所有　翻印必究)
社址：北京海淀区阜成路甲 28 号　邮政编码：100036
发行电话：010 - 88191017
北京印刷一厂印刷　各地新华书店经销
880×1230 毫米　32 开　8 印张　130 千字
2002 年 5 月第 1 版　2002 年 5 月北京第 1 次印刷
印数：1 - 10000　定价：19.80 元
ISBN 7-5005-5392-7/F·4777
(图书出现印装问题，本社负责调换)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散户
如何在大多数人投资失败的局势下仍然获利？

这是一本证券投资者的必读书，它源于一个关键性的命题——一名投资散户，如何在大多数人投资失败的局势下仍然获利？

查尔斯·艾里斯用雅俗共赏、却又是发微阐幽的语言，揭示出建立和管理一个合理投资组合的有效方法。他似乎有一种奇特的本领，能把精深的现代投资组合理论转化为人们能够从容掌握的操作常识。这使得本书在吹牛成风的证券书海中别具一格，尤其是对于一名长线投资者，这是一本能让你的财富最大化的不可或缺的读物。



查尔斯·艾里斯

投资管理思潮的前行者之一，现任美国格林威治投资公司总经理，在为专家理财服务机构提供咨询方面享誉全球。出版有6本投资与财务专著、70多篇文章，并在哈佛、耶鲁等名牌大学讲授投资课程，担任过国际投资管理业公会（AIMR）理事长，是哈佛大学商学院管理理事会理事、纽约大学史登商学院监事，耶鲁大学顾问及投资委员会会员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信 958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财经易文 责任编辑：许 忠
Email:szbook@sina.com
封面设计：谢 安
Email:xiean0000@sina.com
销售热线：010-88191017

摩根银行2001年十佳商业读物
[美] 劳伦斯·A·克尼厄姆 / 著
by L.A.Cunningham
向格雷厄姆学思考
How To Think Li
向巴菲特学投资
Invest Like Warr
利润和现金流决定了企业价值的大小……
这是整个投资链条中重要的一环。
——约翰·伯格，美国先锋集团创始人
McGraw-Hill Education
财经易文

《向格雷厄姆学思考向巴菲特学投资》
定价：29.80元

财经易文
巴菲特怎样选择成长股

《巴菲特怎样选择成长股》
定价：29.80元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财经易文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中文序 换一种思路

林义相

如果有人对你说：规划健全的长期投资计划时，以10年为一个单位经常最为适宜。你会有什么样的反应？如果有人对你说，每10年对你的投资政策进行一次检讨。你又会有什么样的反应呢？在查尔斯·艾里斯先生看来，因为探讨10年这么久的时间，会提醒我们健全的投资具有长期性质，我们在规划时，明确考虑相当长久的时间，会比较明智，思虑一定会比较周到。但是，10年，这对于中国的投资者来说实在是太漫长了，对于中国的股票市场来说也实在是太漫长了。上海证券交易所和深圳证券交易所成立至今也才10年的时间。我们从周围感觉到的投资期限，完全是另外一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概念，一年以上就算是长期的了，半年是中期，短期则是指几个星期甚至几天。但是，本书作者告诉你，如果你在最近的二三年内需要用钱买房子，那么这笔钱最好不要投资在股票上。《投资艺术》中的投资期限与我们股票市场操作中的期限，简直就像是两个世界中的概念。但这里面难道没有值得我们思考和寻味的地方吗？我国股票市场的产生和发展是与我国的国有企业改革和国有经济改革相联系的，是我国经济现代化的一个重要组成部分。我国的改革和经济的强盛绝不是一朝一夕可以达成的，我国股票市场的发展和股票投资的期限也应当从这样一个长期的过程来加以考虑。只要我们对我国的经济发展和经济现代化前景有信心，就应当对我国的股票市场有信心。最好的投资方式，就是买了股票后至少放他个十年八年，赚取与我国的经济发展整体成就相适应的长期投资回报。

长期投资政策确定以后，还需要把握股票的买进与卖出的时机。《投资艺术》告诉大家，大多数投资因为太受人性左右，比较喜欢持续上涨的股市，而且在股价已经高涨时，最热衷于买进更多的股票，大多数投资人在股价下跌之后，最容易在股价已经低落的错误时间受到诱惑卖出。对于很多投资者常犯的此类错误，正可谓一针见血。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书进而告诉你，对于长期投资者最为有利的股票市场状况是股市的大跌，而不是大涨。这与我们的直觉简直是背道而驰。但冷静想想，其中似乎有我们的直觉无法达到的智慧。

在投资时机方面如此，在投资的品种方面又怎样？本书的投资艺术告诉我们：投资者在很多的共同基金之间换来换去，这种严重的错误是自找麻烦，是不了解或不能了解从一而终的重要性，这样一定会尝到苦果。只要我们把这段话中的共同基金换成股票，或者我国的证券投资基金，这句忠告对我国的证券投资者就完全适用了，尤其是在交易手续费和交易印花税很高的时候，多少投资者算过，亏在不断变换投资品种上的钱有多少？

确实没有多少人对于这些费用予以足够的重视，更没有几个人注意到诸如管理费等长期费用加在投资业绩上的负担是何等沉重。以基金为例，如果基金的投资业绩与市场大盘持平，假设基金的年管理费和托管费之和为 2.75%，基金的期限为 15 年，那么，在这个基金的存续期内，这样的费用将耗去你的投资总额的 30% 以上，也就是说，你在基金上投入的 100 元，事实上只相当于不到 70 元是你的真正投资并为你带来回报。真是不算不知道，一算吓一跳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，有人会对这个算法提出异议，尤其是基金管理公司的专家们。他们会说自己是投资专家，不是一般的散户，他们可以获得比市场高的收益率。在3年前投资基金出台的时候，不仅基金管理公司自己是这样说的，很多投资者也是这样说的，甚至连有些带有官方色彩的材料中也是这样说的。这样的说法几成共识，似乎这就是投资基金的优势所在，似乎这才是投资基金存在的理由。短短3年多的投资基金实践已经无情地打破了基金管理公司的专家们在投资管理上的神话。这不是我国基金业专家们的过错，也不是他们的无能，正是因为他们都太能干，都太聪明，以至于无人能够比其他人更能干，更聪明，无人可以持续地获得比其他人更高的投资回报。如果我们在3年前读到《投资艺术》一书，书中会告诉你："对投资人而言，要达成有益的成果，真正的机会不在于努力超越大盘，而在于建立并遵守适应的长期投资政策，使投资组合能够随着市场的长期主要动力而受益。"《投资艺术》一书多次重复的一个观点就是，试图"击败市场"是一种输家的游戏，最好的对策就是不参加这种游戏。当然，我们也不应该相信输家游戏中的常胜将军！

我们不应该相信，也不应该要求投资基金的经理们做得比市场更好。如果基金经理能够做得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟市场一样，已经很不错了。我们投资于基金并支付管理费，并不是要求比市场更高的投资回报，而是因为有投资经理们为投资者操劳，为投资者进行日常的投资管理。作为投资者和投资管理者，其角色是完全不同的。

对于投资经理人的评价，最重要和最好的标准并不是投资组合的回报水平，而是要看投资经理人是否遵守承诺，达成投资人交给他并期望他完成的任务。投资结果偏离投资者预先的要求，如果没有合理的解释，那么投资管理人就不是一个称职的管理人，而不论这种偏离是让投资者承受损失还是获取意外的收益。

一个好的投资基金的投资者或资产的委托者，应当做到：第一，了解自己的投资目标和真正的耐力，检讨自己忍受投资失利的能力。冒险绝不能超过你自知能够承受的程度。第二，了解投资市场的状况，不要期望投资经理能够交出超过他们能力的成绩。如果你坚持要有“击败市场”的业绩，你会找到愿意做这种承诺的经理人，但是他们能够信守诺言吗？选择经理人时，要找有能力完成你交付他们的任务、了解而且接受这样的任务的人。最后，要经常奋力规范自己，坚持信心，信守稳定的长期计划。看来，做一个合格的投资者并不比做一个合格的投资管理者更轻松容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易。

《投资艺术》一书给了我们很多出乎直觉的观点和想法。上述关于投资期限，投资时机，投资品种，投资费用，投资管理人以及投资者自身等各个方面出乎常理而又合情合理的精彩论述都为我们提供了证明。虽然本书的丰富内容也不止这些，但这已经足以让我们换一种思路来考虑投资问题了。

2002.2.26 于北京

（注：该文作者为天相投资顾问有限公司董事长兼总经理、中国证券业协会证券分析师专业委员会主任委员）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引 言

1975 年夏天，我和查尔斯·艾里斯（Charles D.Ellis）初次神交（5 年后才结识他），当时我从《财务分析学报》上拜读了他一篇很有创见的文章“输家的游戏”（The Loser's Game)。一年前，我已经从《投资组合管理学刊》上看到保罗·萨缪尔森(Paul Samuelson）的经典之作《判断的挑战》（Challenge to Judgment)，得知萨缪尔森这位未来的诺贝尔奖得主。

这两篇学术文章，加上 1951 年我在普林斯顿大学写毕业论文时所探讨过的有关共同基金的一些理念，让我于 1975 年，在新创的先锋集团(Vanguard Group）开始营运时，备感自信的决定：我们在业务上的第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个创举，应该是创设历史上的第一个指数型共同基金。

至于说我到今天仍然亏欠这两位天才，应该绝不为过，他们以投资人兼学者、创新专家和策略专家的身分，所做的明智贡献，不但对我和我创办的公司至为重要，对各阶层的投资人也有重大影响。前人说得好："这点至关紧要。"

从我拜读这两篇文章到现在，20多年来，指数型基金，也就是持有整个大盘、或持有分类指数如标准普尔500种股价指数的指数型基金，已经从默默无闻，变成千百万投资人投资计划中的重要工具。今天，个人投资者（散户）在指数型共同基金的直接投资高达2000亿美元，大型投资机构、退休基金、校产基金等等，为了本身的利益，投资在指数型账户中的资金高达7000亿美元。

我特别乐于为艾里斯的最新力作写序，这样至少可以稍微弥补我对他的亏欠；至于直接、间接受惠于他早年重要的真知灼见的散户，对他的亏欠更是不在话下。

但是，《投资艺术》绝非他对投资天地的惟一贡献，他在编纂方面也极为用心，跨越时代，辑录了众多投资大家深思所得的智慧结晶。所有用功的投资人书架上，都应该有他编辑的《投资经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

典文集》第一册和第二册（Chassics and Classics Ⅱ）。他的最新力作、1997年出版的《投资人论文集》（The Investor's Anthology）也成为我的重要参考作品，这本书兼收并蓄、收录详尽，大凡哲学家和投资家高妙的文章，从汉斯·安德森（Hans Christian Andersen）到沃伦·巴菲特（Warren Buffett），从约翰·谭波顿（John Templeton）到亚瑟·齐克尔（Arthur Zeikel）的杰作，无不具备。

他对投资圈的贡献，远超过阐释重要理念，让投资人可以极为轻而易举的了解。最重要的是，艾里斯是一个思虑周全、善于规划投资策略的专家，他的著作《投资政策——如何赢得输家的游戏》（Investment Policy——How To Win the Loser's Game）在1985年初版，至今仍然是简单、实用的教战手册，这本书原来是要让公司董事和校产基金受托人参考，后来内容扩大，兼顾到协助散户。

在这本最新版的《投资政策》书中，作者进一步扩大范围，兼顾协助资金投在投资缓课退休计划的投资人，这种计划以401（k）员工储蓄计划为主，这一类的计划从根本上——我要说是永远——改变了美国家庭退休岁月做计划时分配储蓄的安排方式。

然而，目前很多投资人在为退休岁月投资时，犯了重大的错误。错误之一是陷入复杂的程序，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有太多种共同基金，经常只有模糊的策略目标。错误之二是在做长期投资时太保守，保有太多现金准备，只能得到稳定但少量的报酬。而第三个问题，就是过于依赖持有自己所服务公司的股票，承担这种风险，可能会得到相当高的报酬，不过也可能造成财务悲剧。第四个问题是不够注意计划的支出和基金的费用，不知道从长期来看，费用很要紧。

简单的数学显示，这些错误代价可能非常高昂。典型的401（k）账户就像下面这种情形：股票占55%（其中一半是自己服务公司的股票）、债券占10%、现金准备占35%，以下是每年投资1000美元可能得到的结果：

- 假设我们每年从多元化的股票投资组合中，得到9%的长期投资报酬率（任何一种普通股未来的投资报酬率完全无法预测），而不是从现金准备中，得到每年5%的报酬率，那么你在10～25年的中期内，从股票所创造的报酬，可能是现金准备所创造的两倍以上，把时间拉长到一生的工作年限时，投资报酬率可能将近4倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 如果我们计算投资成本，是以目前过高的标准为依据时，这种成本会使现金准备的投资报酬率降为4.5%，股票的投资报酬率会降为7.5%，你从现金准备所得到的全部报酬率可能少掉10%，从股票得到的总报酬率可能减少30%，严重的侵害你未来退休后的收入。

上述数字不见得表示投资人应该孤注一掷，全部投资在股票上，只是应该知道，过度保守和费用过高，长期可能要付出什么代价。例如，根据上面假设的报酬率和成本，投资人每个月在退休计划中储蓄300美元，25年一共要投资9万美元。到25年结束时，如果投资的是市场型投资组合，也就是保守而平衡的投资，在现金准备和股票投资比率是30:70，会获得28.3万美元的退休基金，如果投资费用高的投资组合，谨慎的以70:30的比率，投资在现金准备和股票上，会获得19万美元的基金，少了将近10万美元。

太多投资人、顾问和企业忽视了这种应该很明显的信息，他们忽略了稍微冒险一些的价值，没有正视把费用压到最低水准的重要性（费用过高的代价）。

我或许也应该强调，我和作者颇有同感，认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为作者在这本力作中强调的另两点也相当重要。其一是投资计划必须尽可能排除感情，在投资这一行里感情用事，不可避免的，都会引导人走到正好错误的方向，在你最乐观时买股票，这时经常是市场的头部，在你最担心时卖股票，这时几乎总是在市场的底部。**如果冲动是长期稳健投资的敌人，那么理智是长期投资最好的朋友**。

另一点是投资务求简单的惊人价值，这点看来好像违反直觉、复杂的做法，例如拥有太多种共同基金、期望基金经理创造奇迹、从一种投机基金转换到另一种、从事波段操作等等，根本全都只会带来反效果。把你的资产明智地配置、拥有若干种走中庸之道的股票型基金（或一种指数型基金），并且谨守不渝，结果会好多了。单纯是打开财务成功之门的万能钥匙。

艾里斯在这本新版中，深入探讨上述和其他极需慎重考虑的问题。他和我一样，相信简单的方法，以及财务金融史上已经确立不移的若干重要原则，可以决定退休岁月过得是苦是乐。本书会协助你做出正确的决定。

约翰·伯格尔

1998 年 2 月 10 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

这是本书展现新生命的第三版，前两版分别在 1985 年和 1993 年出版，是针对专业投资经理及其大型客户，如退休基金和校产基金而写。但是这本机构用书现在经过改写，专供另一种新读者——散户使用。

前两版不仅受到大企业董事和著名校产基金受托人的欢迎，也受到散户的喜爱；因此鼓励作者做出两个决定，其一是更新资料和日期，其二是直接处理散户思考影响投资政策的重大问题时，特别是生命有限和通货膨胀这两个严肃的因素，是相当重要而且应有的透彻思考方式。散户的需求一直很受注重，而且会日趋重要，因为愈来愈多的人在退休岁月中，依赖由个人参与和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自我主导的401（k）计划作为财务保障。自由，尤其是财务上的自由，可能是一把两面锋利的宝剑。

本书渊源颇长，作者在1975年看到一些聪明、认真而且极为努力的朋友在设法击败市场时，遭遇重大困难，感触日深，因而整合自己对这些问题的想法，写成一篇叫做“输家的游戏”的文章，这篇文章在投资圈内大受欢迎，这个圈子里的人对各种理念，尤其对具有挑战性的理念，抱持极为开放的态度。(这篇文章获得这一行最高的奖励。)

很多人发现，这篇具有挑拨性的文章对我们这一行是种挑战，我却从很不相同的另一方面感受到挑战。我是在“如果你发现问题，就去找出答案”的传统中成长，因此很想为“输家的游戏”所提出的问题找到解决之道。就像常见的情形一样，解决之道要“求诸于外”，而且问题要重新定义。因此我的焦点从“输家的游戏”（更加努力，以求击败市场，却徒劳无功）转移到“赢家的游戏”，也就是专注比较长期的资产配置和投资政策的大方向。所以本书在1985年初版时，以《投资政策》之名问世，作为投资机构经理人的用书，尤其是要供退休基金和校产基金的受托人参考，其后本书在1993年修订再版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

个人投资热潮风起云涌，使本书得到很重要的新读者，尤其是把个人退休资产托付给 401（k）计划，因此必须自行建立资产配置或投资政策的人。千百万散户需要知道如何在一段很长的期间内，使自己的资金成长。

我很重视散户的原因有三：第一，散户实在非常多，美国有将近 5000 万人，其他国家的人数也几乎一样多；第二，所有个人投资者设计长期投资政策和策略时，几乎都是真的要“靠自己”，因为很少投资顾问能够以合理的费用，提供个人所需要的咨询服务；第三，**几乎所有教人“如何投资”的书籍，都是以虚假的承诺作为卖点**，说一般人可以击败专业投资人，但是，一般人不可能如此，也做不到。

何况他们不必击败专业投资人。读者很快就会知道，投资要成功，不必靠击败市场。试图击败市场，希望绩效胜过其他投资人，会让你分心；把注意力从相当简单，但十分有趣，又能产生成果的任务移开，疏于设计必可提供最佳绩效，又行得通的长期投资计划。

如果你和我一样，觉得本书的某些建议相当简单，请记住我的两位挚友的话，他们都处在医学和药学研究生涯的顶峰，也同意医药史上两个最重要的发现是盘尼西林和洗手。洗手防止助产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

士将疾病从一位母亲身上，传染到另一位母亲，而在1900年前，大多数婴儿是由助产士接生。而且我的朋友主张，想更长寿，没有什么建议胜过戒烟和驾驶时系好安全带。个中的教训是：好的建议不见得很复杂。

时代会变化，现在或许适于劝告读者谨慎为宜。本书十多年前初版时，证券市场似乎严重低估，此后，美国出现惊人的多头市场，以目前的价位来说，今后不会再见到这种盛况。基本的观念和政策仍然有效，执行起来却不再是“轻而易举”，以目前的行情而言，投资人应当审慎。

在伦敦圣詹姆斯教堂附近，一个多世纪前建立的布多斯（Boodles）是最老的社交俱乐部之一，在这个俱乐部楼下的晨光厅里，一张英国式的大橡木桌盘踞了内侧左边的角落，本书的一部分是在这里写成。作者写作本书的其他地方包括约翰内斯堡、旧金山、芝加哥、内罗毕、缅因州普林斯顿、百慕大、维尔、波士顿、纽约市和亚特兰大的旅馆房间内，以及来往这些城市的飞机上，当然也包括作者在格林威治的家中。

我以对家人和格林威治公司客户的承诺为优先，因此完成这本小书花了很长的时间，长长的酝酿期对最后的成果有益，因为这样让我有时间和机会，获得别人深思熟虑之后的若干智慧和知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识，并且加在本书内。

很多位朋友慷慨地拨出时间和经验，阅读和指点本书成书的各个过程，才使本书能够以现在这种形式出现。

Claude N. Rosenberg, Jr. 坚持要以客户为导向，并且督促我避免学术写作的生硬倾向，使本书免于落入本来可能被人遗忘的境地。本书的可读性要归功于他。

Dean LeBaron 以令人欣悦的方式，结合友善的劝诫和愉悦的"何不如此"，掩饰了一些真正有疑虑的地方。

Rosalind C. Whitehead 以她作家的文才，支持处在困境的朋友，接下艰辛的任务，澄清解释不清的地方，并且用鼓励的态度，以澄清为乐。

William G. Burns、Karl Van Horn 和 Chris Argyris 都惠赐我十分中肯的批评，并且提出问题，促成本书增加若干章节，他们的功劳我永志难忘。

Robert H. Jeffrey 以耶稣教论的严格态度，细读每一章，给了我最体贴的称许，并且对主要的理论和论证的结构提出极多的建议，甚至对遣词用字都提出看法。他在十多年后批评我，说我对租税管理着墨太少，幸亏他的提议还来得及影响这本新版，有幸亲炙这种诚挚而始终如一的思考和审订，任何作者都会感激不尽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Dero Saunders 的核定和指导长才，表现在两次彻底的改写上，我现在知道为什么他希望大家记得，他能够把主祷文（Lord's Prayer）删掉 4 行，却没有人看得出来的编辑。

Cummings & Lockwood 公司的 Paul Bourdeau 在遗产税规划的观念上，提供了高见。

Jason Zweig 在美国《金钱》杂志服务，以精明、有远见、是散户最佳的保护者著称，他宽厚的以观察家的识见、作家的技巧和关心，提高了本书每一章的明确度和用处，我们都庆幸有这么一位友人。

Susan Ellis 像过去一样，用清楚的头脑，强化了本书的秩序、一贯性和论证的力量。

格林威治公司的 Kimberly Breed、Lucy Carino、Ann Del Grande、Jeanne Gans、Sandy Jones 和 Debra Jo Pennell 等人，一再协助我缮打数量众多的草稿，终于完成定稿。

日本长期信用银行的大轮正司（Masanori Owa）不但把本书译成日文，也把其中的观念转介到他的文化中，给予我最诚挚、最令人感动的赞语，而且经由多年来多次的会晤，开启了一段最愉快的友谊。

我要特别感谢数十位投资专家，他们参与一系列 3 天的投资政策与做法研讨会，研讨会由我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有幸领导近 30 年的唐那森公司（Donaldson, Lufkin, and Jenrette）的友人和旧合伙人主办。本书许多理念是在这些研讨会酝酿出来，其他理念则分别在我有幸任教的哈佛大学商学院、耶鲁大学管理学院，以及每年夏季普林斯顿大学资深专业人士的在职 AIMR 课程中，和研究生一起发展出来的。

最后，我希望对美国投资机构和证券公司中，众多才气纵横、头脑清楚、辛勤工作的所有朋友，明白表达景仰和崇敬之意，这是有意义却有反面意味的敬意，由于他们的高明竞争，这才能提出本书所建议的投资之道。

查尔斯·艾里斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导 论 投资人重要吗？

你阅读本书，不但能够学到如何投资，而且在这么短的篇幅里，能学到如何成为成功的投资人，知道你在资本市场的实际限制下，所设计的投资计划也行得通，绝对可以提供能让你最满意、最适合你目的的成果。

从这点来说，当你看完本书后，对于要成为真正成功的投资人所需要知道的一切，就会了然于胸。以这么薄的书而言，这种雄心似乎太狂妄了，然而，其中有着抵消狂妄的谦虚。

本书不打算从传统投资管理的角度，解释如何成为成功的投资人，也就是不探讨如何选股，如何进行波段操作或执行投资组合的重大策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略性调整。要探讨这一类的问题，所需要的篇幅显然超过本书很多，一定是为从事投资服务的专业投资经理人所写，而且立论时，也是根据今天主导机构投资的假设——从事主动积极的投资管理，确实可能击败其他的投资者。这种基本假设现在必须受到认真的质疑①，原因在于有这么多精明能干、经验丰富、消息灵通、孜孜不倦的专业人士如此努力地从事机构投资，以致假设任何投资管理可以胜过其他专家，就变得不切实际。

本书与众不同之处在于绝不接受凡俗之见，而是严肃质疑今天流行的整个机构投资观念，不同意精明能干、互相竞争的专业投资经理可以击败市场。

在写作的过程中，不是以销售投资服务的人为读者，而是写给向专业投资经理购买投资服务的顾客。身为客户，他们对自己有一种真正的责任，必须了解机构投资的基本性质，了解投资经理为何成功或失败；如何可以长期投资成功，甚至在大多数专业投资经理无法击败市场，达成长期投资成功的目标时，也一样能够成功的投资。

---

① 30年前，我写《机构投资》（Institutional Investing）一书时（由欧文第一商业公司出版）制定并主张主动管理的策略有道理。今天投资管理的世界已经不同，对于投资问题应该提出不同的观念，以及适当的而不同的解决方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书是消费者的投资管理指针，目的在于满足散户的需求，他们把家庭储蓄交给共同基金、信托公司和投资顾问代为管理；本书也希望能满足企业内负责退休基金的经理、工会和官员的需求；符合大学、博物院、学校、医院和基金会捐赠基金众多受托人的需要。

本书在写作时，有一个明确的观点，就是投资人经常过度授权给投资经理，说得精确一些，是太常放手让投资经理承担投资人自己能够而且应该承担的责任。投资人有一些无可授权的责任，包括：订定符合目标的明确投资政策、确立适于自有资金的长期目标，并且管理自己的投资经理人，确保经理人遵循投资人订定的政策。

本书意在指引愿意接受客户这种核心责任，希望达成真正务实目标的人。

投资人身为顾客，应该很关心自有资金的管理方式，这点似乎非常清楚，但实际上，他们通常几乎毫无作为，一直到无法收拾时为止。简单地说，本书是为准备主导本身投资命运的投资人而作。

虽然每个人“知道”，每个家庭的资金和其他任何资金都不同，每个退休基金或是校产基金也一样，而且差异经常都相当大，虽然一般人都认为，差异这么大，反映出来的应该是不同的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策和做法，但实际上，大多数基金的投资组合却大同小异。

其实不应该如此，不管投资人是个人、公司还是大学，需要和目的都不相同，他们的投资组合也不应该相同。经理人和客户的关系不同，所以也不应该相同，有些客户是高明的专家，有些则不是，因为客户的知识不同，因此和经理人的关系应该不同。

投资客户不指引明确的方向，投资经理自然会趋向中庸之道，建立中性的投资组合，变得平凡之至，而且用相同的方式应付所有投资人也比较容易。换句话说，投资经理通常会为所有客户，建立一般的投资组合，而不是细心建构符合每位散户特定目标的投资组合。

可笑的是，专业投资经理同时一再慨叹，觉得客户没有尽到本分，因此自己做投资决定时，必须妥协。经理人尤其相信，如果客户针对投资过程，采取比较长期的观点，并且愿意以更明确的方式，说明自己真正希望拥有的投资组合种类，经理人应该可以缔造超过现状的绩效。

客户“拥有”一种中心责任，必须规划和监督，确保长期投资政策照案执行，这种责任不能授权给投资经理；这是你的工作，不是投资经理的工作。幸运的是，客户要尽到这种责任时，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以不必要在证券分析方面，或在投资组合管理的复杂实际作业上有很多经验。

要尽到你的本分责任，你需要三种特性：一、确实有兴趣规划和了解自己真正的利益和目标。二、了解资本市场和投资的基本性质。三、能够自律，以便拟出基本政策，满足你务实的长期投资目标。除了很富有的散户之外，大部分散户面对投资经理时，都不是处在有利的谈判地位，甚至无法讨论自己的投资需要，以及专业投资经理如何满足这些需要，或应该如何满足这些需要。但是，即使是最小的散户，都可以花时间，从能干、认真的投资机构提供的投资服务中（最可能的是共同基金），找出真正符合个人最佳利益的好伙伴。这就是本书写作的目的。

专业投资经理也会发现，这本书对于他们花费极多时间和技术的工作，也就是对于投资组合的日常管理，有助于提供一种工作架构，经理人应该鼓励客户，利用这本书作为指引，担负起客户应该知情、主动，从而导致成功的重要角色。

本书虽然严词批评目前的投资做法，却绝未谴责投资经理，问题不在于专业经理人没有技术或不够勤奋。情形恰好相反，试图击败市场的问题会存在，正是因为有这么多精明能干、又这么认真工作的专业投资人，个个都试图击败市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以至于就一个团体而言，团体中的任何一分子，都很难大幅胜过其他人，长期来看尤其如此。

想击败市场有两个不同的问题，问题之一是要达成目标难之又难，而且在设法表现出众时，又极为容易表现不如人。“击败市场”成为首要投资目标的另一个问题是：你会因此分散自己和投资经理的注意力，疏于建立十分符合自己特定需要的长期目标和投资政策。（散户在近期或5年内，如有迫切的短期需要，应该拨出资金，以便满足这种需要，让其他的投资可以做比较长期的管理。）

投资管理的真正目的不是“击败市场”，而是为特定客户做真正正确的事情。客户疏忽自己的义务，却要求投资经理人致力达成目标，击败市场，这是客户应该自行负责的。

投资人重要吗？投资人的确应该很重要。但是重要与否，完全要看你是否肯定自己的权限，尽到责任。决定投资目标，规划健全的投资政策，并且要求投资经理人，在投资组合日常管理中，负责执行长期投资政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

中文序 换一种思路 …… (1)
引言 …… (7)
序 …… (13)
导论 投资人重要吗？ …… (21)

第一章 输家的游戏 …… (1)
第二章 击败市场 …… (13)
第三章 强大助力 …… (31)
第四章 矛盾 …… (37)
第五章 时间因素 …… (53)
第六章 投资报酬 …… (63)
第七章 风险 …… (75)
第八章 建立投资组合 …… (89)
第九章 政策何以重要 …… (97)
第十章 政策的目的 …… (105)
第十一章 绩效评比 …… (115)
第十二章 管理经理人 …… (133)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章　亏损之道 ……………………………………（151）
第十四章　投资散户 ……………………………………（159）
第十五章　规划你的操作方法 ……………………………（181）
第十六章　终局策略 ……………………………………（209）

结论 ……………………………………………………（221）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　输家的游戏

绩效评比公司定期发出令人不愉快的资料，一再用事实和数字，告诉我们投资经理绩效不佳，无法击败市场。即使偶有佳作，绩效超出一般水准，激起我们的期望，这种期望却很快就被粉碎，变成虚假的希望。全美国的专业投资经理经常明白表示，他们的目标是要超越市场指数，实际情形正好相反，他们没有击败市场；市场反而击败了他们。

人类面对和自己的信念相反的信息时，通常会用两种方式因应。有些人会忽略新知识，坚持原有的信念；有些人会接受新信息的正确性，在理解现实时列为考虑因素，予以利用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资管理一向是以下述单一基本信念为基础，也就是专业投资经理可以击败市场，这种假设似乎是错误的（请见图1-1）。

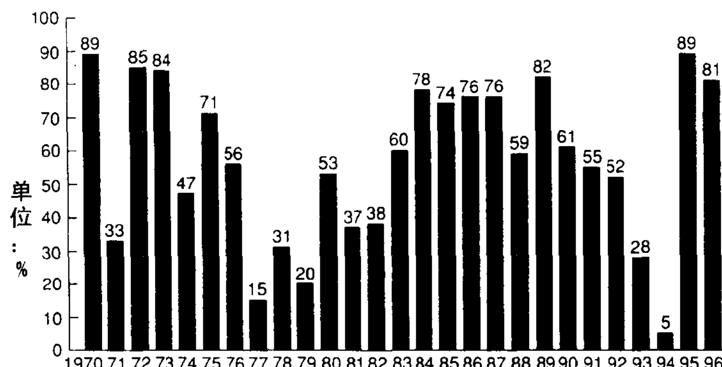


图1-1 绩效不如S&P 500指数的股票型共同基金

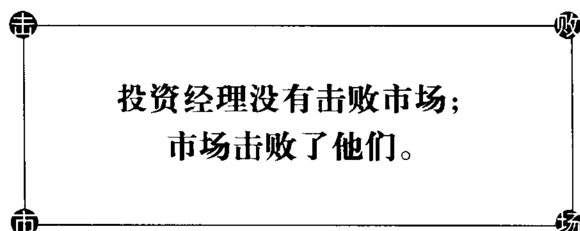
如果能够超越市场的假设正确，那么决定如何进行，以便成功，就会变成简单的逻辑问题。

首先，因为整个市场可以用被动和公开挂牌的指数，例如，以标准普尔500种股价指数（S&P 500）作为代表，成功的经理人只要重新安排投资组合，使投资组合胜过“没有头脑”的S&P 500就成了，他可以在选股上别出心裁，可以策略性地强调特定类股，或进行波段操作（market timing），也可以用不同的方式，搭配运用这些方法。

其次，积极主动的经理人希望尽量多做“正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确的”决定，因此，一定会纠集一批天资聪明、教育良好、雄心勃勃、工作认真的专家，大家一心一意找出价格低估的证券买进，高估的证券卖出，靠着和大众精明的对作，击败市场。



不幸的是，大部分投资机构可以击败市场的基本假设是错误的。投资机构就是市场，整体而言，他们不可能表现出超越自己的绩效。事实上，考虑主动管理的成本，如费用、手续费等等之后，长期而言，大多数投资经理的绩效一定不如大盘。

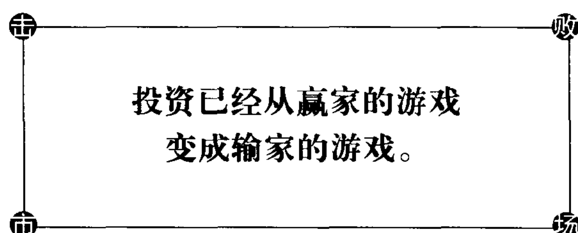
因为投资机构太多，而且能力高强，决定为客户创造良好的表现，以致投资管理已经变成了输家的游戏，而不是“赢家的游戏”。

分析机构投资如何从赢家的游戏变成输家的游戏之前，我们先考虑这两种游戏之间的重大差别。在赢家的游戏中，结果由赢家正确的行动决定；输家的游戏中，结果由输家犯的错误决定。

标准电子公司（TRW Inc.）杰出的科学家西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蒙·蓝莫博士（Dr. Simon Roamo）写了一本游戏策略的巨著，叫做《网球庸手的高超打法》（Extraordinary Tennis for the Ordinary Tennis Player，1997年由纽约皇冠出版公司出版），指定赢家的游戏和输家的游戏之间的重大差别。蓝莫博士指出，这么多年来，网球不是只有一种打法，而是有两种打法，一种是职业球员和极少数天生业余好手的打法，一种是所有其他人的打法。



虽然两种打法的球员都用相同的器材、服装、规则和计分法，并且遵守相同的礼仪和习惯，玩的游戏却大不相同。蓝莫博士经过深入的统计分析后，把结果摘要说明为：职业球员赢得分散，业余人士输掉分散。

在专家的网球比赛中，最后结果由赢家的行动决定，职业网球好手像激光一般精准，用力击球，你来我往，缠斗不休，直到有一方打到对方救不到球，或是迫使对方犯错为止，这些高明的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球员很少犯错。

蓝莫博士发现，业余网球赛几乎完全不同，很少有厉害的发球、长久而刺激的对打和近乎奇迹式的救球，就是有，也间隔很久才出现一次。相反的，球经常打到网上，或是打到界外，发球两次失误也相当常见，业余球员很少打败对手，反而是一直在击败自己，在这种网球打法中，胜利者得到比较高的分数是因为对手失分更多。

蓝莫博士是科学家和统计学家，他用很聪明的方法，收集资料，测试自己的假设，他不记录传统的比赛分数，如 15:0、15 平、30:15 之类的比分，而是简单地计算得分和失分，他发现在专家的比赛中，大约 80% 的分数是赢分；但是，在业余网球比赛中，大约 80% 的分数是失分。

这两种打法截然相反，职业网球赛是赢家的游戏，结果由赢家的行动决定，业余网球赛是输家的游戏，结果由输家的行动决定——输家自己打败了自己。

著名的军事史专家萨缪尔·莫里森（Samuel Elliot Morison）海军上将，在他深思熟虑的大作《策略与妥协》（Strategy and Compromise，1958 年纽约小布朗出版公司出版）中，也提出了同样的重点。书中指出："在战争中，错误无可避免，军事决定的基础是对敌人力量，以及意图的评估和情报，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种评估经常错误，情报从来不会完整，还经常误导。”莫里斯的结论是：“其他一切条件相同时，犯最少战略错误的一方会赢得战争。”

战争是终极的输家游戏，高尔夫是另一种。汤米·雅穆尔（Tommy Armour）写了一本巨作《如何随时打出最高水准的高尔夫》（How to Play Your Best Golf All the Time，1971年纽约西蒙·舒斯特出版公司出版）指出：“赢球最好的方法是尽量少打坏球。”所有只在周末打高尔夫的人应该会同意这个说法。此外，有很多游戏也是输家的游戏；若干游戏，如机构投资原本是赢家的游戏，但是，随着时间流逝，已经变成了输家的游戏。例如，七八十年前，只有非常勇敢、灵活、意志坚定、视力很好的年轻人，才有胆子尝试开飞机，在当年那种光荣的岁月中，飞行是赢家的游戏。但是，时代已经改变，飞行也改变了。今天如果你搭的波音747客机驾驶员，戴着执行任务50次纪念的帽子，脖子上围着白色的长丝巾，走上飞机，你一定会下飞机。这种人现在已经不该在飞机上，因为今天的飞行变成了输家的游戏，只有一条简单的规则：“不能犯错。”

同样的，近几十年来，我们称为“金钱游戏”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资管理已经从赢家的游戏，演变成输家的游戏[1]。投资环境已经出现根本的改变，70年代后，市场由致力超越市场、设法赢得胜利的法人主宰。不过是10年的时间，投资机构的市场活动从只占公开交易总量的30%，增加到压倒性的80%，所有的重大差异都是由此而来，活跃的投资经理不再和小心翼翼的保管银行竞争，或是与不熟悉市场的业余人士竞争，现在他们要跟其他专家竞争。

这种金钱游戏当中有一群强敌，每天至少有200家大型投资机构，以及另外1000家中小型法人，用最激烈的竞争方式，整天在市场中操作。50家最大、最活跃的法人占去整个市场交易的50%。因此，我们买进或卖出时，大约有一半的时间，“相对人”是这些拥有一切资源的超大型专业机构。

在新游戏规则下，关键的问题是：活跃的经理人要多能干，才能至少收回积极管理所需的成本？答案令人望而生畏。如果我们假设投资组合的周转率为80%（暗示基金经理持有一般的股票15个月；15个月大约是基金管理业的平均持有期

---

① 或许赢家的游戏会自我毁灭，因为这种游戏会吸引太多的玩家参与，所有参与其事的人都想赢，这也是黄金潮的结局总是令人不愉快的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间），而且买进和卖出的交易总成本各约1%（包括手续费和进出的价差），加上1.25%积极管理的费用（略低于美国股票型共同基金的平均收费），那么，一般基金每年的操作成本要2.85%。以下是计算方法和说明：

(0.4% + 0.60 × 〔1% + 1%〕)

远超过完全包含经纪商手续费和交易价差的交易成本，显示交易成本到底多大，最好的方法是拿一个“虚拟投资组合”理论上的成果，和一个“真正投资组合”实际结果比较，专家会告诉你其间的差异总是很惊人。而且还有另一种交易成本——因为市场看来流动性极高，会使你愚蠢地介入你在不能“确定”随时可以退出时，原本不会介入股票的成本。这是真正的流动性陷阱，试想一般人如果不是这样不确定不会被抓到，在公路上或床上的行为会有多大的不同。投资也一样，你并非总是被抓到，也并非总是不会被抓到，这些成本全都是交易总成本的一部分。

要收回这些成本困难得令人讶异，例如，假设股票年度平均报酬率为10%，那么积极管理必须克服2.85%年度操作成本的负担。如果基金经理只希望在扣除成本后，能够媲美大盘10%的报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酬率，则在扣除成本前，基金经理就必须达到12.85%的报酬率。换句话说，即使你只想和大盘表现得一样好，你的基金经理就必须能够超越大盘28.5%！[①]

现实很严苛，这表现在大多数投资经理在金钱游戏中一直都是输家。历史纪录显示，到1997年为止的25年里，整体而言，3/4以上由专家管理的基金，绩效不如标准普尔500种股价指数。

因此，声称“我是赢家，我可以在金钱游戏中获胜”的人，现在要负起举证的责任，因为在输家的游戏中，只有傻瓜才会支持假的“赢家”，投资人有权要求投资经理确实解释他们所做的事，说明为何这样做会有非常好的结果。

如果从整体来看，投资经理不能击败市场，那么投资人想介入市场，确实至少应该考虑加入模拟市场的被动式指数型基金。绩效评比公司提出的资料显示，长期而言，指数型基金的绩效一定胜过大多数投资经理。

投资为什么会变成输家的游戏，原因是在每一位投资经理想要解决的复杂问题中，投资经理和众多坚决的对手寻找答案的作为，已经变成最

① 这点使沃伦·巴菲特和约翰·耐夫（John Neff）持续不断的优异表现，显得格外惊人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的变数，对管理主要共同基金和投资管理机构的专家而言，尤其如此。致力击败市场不再是答案中最重要的部分，经理人本身现在是问题最重要的部分。

任何一位投资经理要超越其他专家，都必须技巧极为高超，行动极为迅速，才可能经常抓到其他专家的错误，也才能有系统地赶在其他专家之前，先利用这些错误。30年前的情况不同，当时积极活跃的专家很少，买卖占的比重不到10%。在1960年轻松、和缓的日子里，纽约证券交易所的交易中，有90%是散户之间的买卖，专业人士居于少数，过得很愉快，他们有很多“机会目标”。这种情形已经一去不回了，现在的情形正好相反，经验丰富的专业人士占了交易中的90%，他们当然也会犯错，但是，其他专家总是在寻找错误，并且会以最快的速度，重重地打击这种错误。吸引人的投资机会根本不常出现，少数的机会一出现，也维持不了很久。不错，一些专业人士在任何特定年度，或在任何10年里，的确能够击败市场，但是，检视记录后，可以发现能够长期击败市场指数的专家屈指可数。有一件事更让寻找超级投资经理的投资人沮丧，就是经理人过去即使有优异的纪录，未来也不太可能再表现优异的绩效。在投资绩效方面，过去不是预示未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的前兆。在物理学和社会学上，回归平均数（行为移向“正常”或一般趋势）是始终存在的强大现象，在投资方面也是这样。极为高明的专业投资经理太多了，多到任何专家几乎不可能超越他们现在共同主宰的市场。

对你来说，要变得明智，一开始就要了解，能够长期超越市场指数的大型投资机构少之又少，要预测哪一位经理人会有杰出绩效，也是难上加难。

下一步是决定这种输家的游戏是否值得参与——即使你可能赢得这种游戏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　击败市场

扣除市场风险的因素后，要击败市场，惟一的方法是发现和利用其他投资人的错误。

击败市场确有可能，而且大部分投资人在某一个时段，都击败过市场，但是，很少投资人能够始终以智谋取胜，胜过其他投资人，长期持续一贯地击败市场。

活跃的投资经理人可以运用下列所有投资方针，或只利用其中的一种：

1. 波段操作。

2. 选择特定个股或类股。

3. 改变投资组合的结构或策略。

4. 高瞻远瞩的长期投资观念或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哲学。

即使是最不常观察市场和股票的人，看到明显胜过“一般绩效”的众多大好机会，也会怦然心动，大盘、主要类股和个股的走势会呈现一种假象，“明白”显示活跃的投资人可以创造更高的绩效。毕竟，我们也可以看到超级篮球明星迈克尔·乔丹、高尔夫高手老虎·伍兹和超级名模辛迪·克劳馥，都以他们独有的方式，持续展现高于一般水准的表现，那么为什么就不能有一些投资经理人，持续胜过一般的投资经理人？简单地说，为什么击败市场这么难？

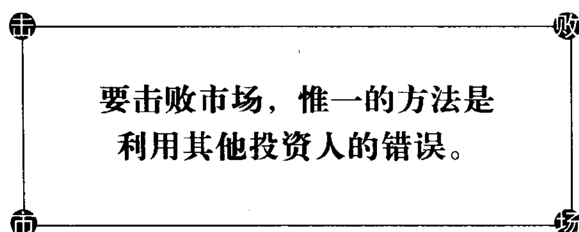
波段操作

要提高潜在的投资报酬率，最大胆的方法是靠波段操作，典型的波段操作者在市场上进进出出，希望在市场上涨时，把全部的资金投资下去，价格下跌时，把资金全部撤出。还有一种波段操作的方式，是把股票投资组合，从预期表现会不如大盘的类股中退出，投入表现可能优于大盘的类股。

在债券投资组合上从事波段操作，目的是希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望在利率下降、促使长期债券价格上涨前，把投资组合转入到期日很久的债券，在利率上升、驱使长期债券价格下跌之前，再转入到期日近的债券。



要击败市场，惟一的方法是利用其他投资人的错误。

如果是替平衡型投资组合从事波段操作，就要在股票的整体投资报酬率高于债券时，致力增加股票投资的比重，在债券整体投资报酬率高于股票时，转进债券投资，在短期投资工具的整体投资报酬率高于债券或股票时，投资组合转进短期投资。

以 1940 年到 1973 年间两种完美的投资成效为例，进行比较分析时，会让人感到波段操作的潜力十分诱人，第一种投资是在行情上涨时，百分之百投资股票，市场下跌时，保持百分之百的现金。

在这 34 年里，一共交易 22 次，买进和卖出各 11 次，以道琼斯 30 种工业股价指数作为股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的代表，1000美元会增加到85937美元。

在同样的34年里，这个假设的投资组合总是百分之百投资，而且总是投资在表现最好的类股中，同样的投资1000美元，买进和卖出各28次，最后会暴增到43.57亿美元！在这段期间的最后两年，投资人必须胆识过人，必须在1971年元月，把6.87亿美元投资在餐厅类股，这样到年底会变成17亿美元，然后再投资黄金类股，到隔年圣诞节会暴增到44亿美元！这个例子当然很荒唐，从来没有人达成过这种绩效，将来也不可能有人能够做到这么优秀。更重要的是，无论是过去或是未来，靠着“波段操作”，不要说不可能创造上例这么神奇的成就，连想达成远低于这种成就的绩效都不可能，因为没有一位经理人能够持续不断，远远比同行专业的对手精明。

在股票似乎高估时，精明的卖了，减轻暴露在市场中的风险，等价格似乎跌到诱人的低水准时，再大胆投资。这样低买高卖虽然很吸引人，但是有强而有力的证据显示，想提高报酬率，波段操作不是有效的方法，其中有一个残酷而有力的原因，就长期而言，这种方法通常行不通。

投资经理波段操作的成绩令人一见难忘，因为绝大部分都是亏损。有一份精心研究波段操作、但未出版的报告断定：在计算错误和交易成本之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，投资经理对市场的预测 4 次必须有 3 次正确，他的投资组合才能损益两平。为什么波段操作这么不容易提高投资绩效？罗伯特·杰福瑞（Robert Jeffrey）提出过解释，原因是在这么短的期间内，而且在投资人最可能受平凡的共识左右时，发生有这么多的“动作”。一份未出版的报告研究 100 家大型退休基金及其波段操作的经验，发现所有退休基金都从事过波段操作，但没有一家能靠波段操作提高投资报酬率，事实上，100 家中有 89 家因为“波段操作”而亏损，而且在 5 年内，平均亏损高达 4.5%。

就像有“老”飞行员、也有“大胆”的飞行员，却没有“大胆的老”飞行员一样，也“没有”靠波段操作一再成功的投资人。贪心或恐惧促成的决策通常都是错误的，通常也太慢，而且很可能是反方向才正确。在真刀真枪的金钱游戏上尤其如此，试图猜透市场或胜过众多专家，以便“卖高买低”，连想都别想，你一定会失败，而且可能输得很惨。

费雪·布莱克（Fischer Black）说得好：“一般说来，无论投资人退出市场或留在市场里，市场的表现都一样好，所以投资人有一部分时间退出市场时，和简单的买进长抱策略相比，一定会亏钱。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波段操作困难十足，对于这一点说得最透彻的话，出自一位经验丰富的专业人士坦白的感叹，他说："我看过很多有意思的波段操作方法，而且我在40年的投资生涯中，试过其中大部分的方法，这些方法在我之前可能很高明，但是，没有一个方法能够帮得上我的忙，一个都没有！"

别尝试波段操作，原因之一是很多很多投资经理的经验显示，他们大量持有现金或大量投资时，市场的表现一样好，反之亦然。（事实上，专业投资经理通常互相抵消，在第一段期间，增加现金部位的人数，通常等于减少现金部位的人数。）

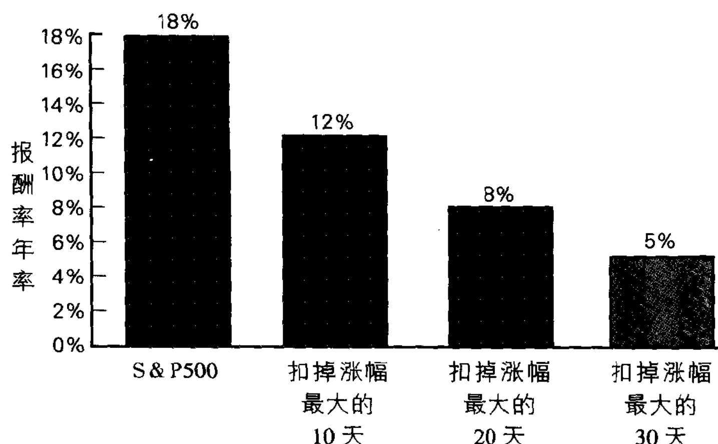


图 2-1　1982~1990年复合报酬率（%）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

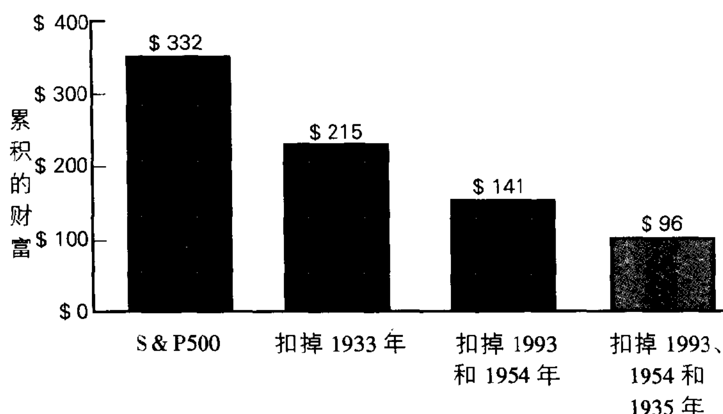
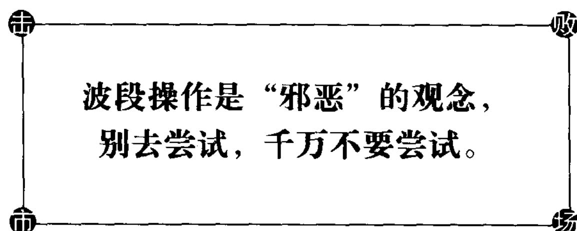


图 2-2　1928 年投资 1 美元，到 1990 年累积的报酬

第二个原因更清楚，图 2-1 显示，去掉市场表现最好的日子后，长期复合投资报酬率会有什么变化。拿掉表现最好的 10 天，平均投资报酬率就会少掉 1/3，从 18% 降为 20%，这 10 天占整个期间的比率不到 0.5%。拿掉次佳的 10 天后，几乎又使投资报酬率再少掉 1/3，降为 8.3%。去掉表现最好的 30 天后，这 30 天占整个期间的 1.5%，投资报酬率就会从 18% 掉到 5%。图 2-2 显示，计算长期股价时，去掉表现最好的年份，会得到相同的结果。波段操作是“邪恶”的观念，别去尝试，千请不要尝试。然而，如果你像所有高明的律师一样，相信必须透彻了解对手才算是做好了准备，你可能对投资行家对波段操作诱惑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力的辩论有兴趣。在 1960 年 1 月，投资 1 美元在标准普尔 500 种股价指数，到 1990 年 6 月，会增加到 19.45 美元。但是，请注意，如果在这 30 年里，在市场表现最好的 10 个月里，把同样的 1 美元撤出市场，这样只占整个 30 年的 3%而已，到 1990 年 6 月，1 美元只会增加到 6.58 美元（大约只等于收益平平的国库债券）。因此，主张长期投资的人说，在情势艰难时仍然继续投资，才是惟一健全的投资方式，才能享受表现优异的大好时光！



“别骤下定论。”主张波段操作的高手说。如果能够避开表现最糟的 10 个月，1 美元会暴增到 63.39 美元。要是你认为这种假设的说法很有诱惑力，你很可能有兴趣再看看詹姆斯·赛伯（James Thurber）的经典之作《华特·米提的生涯》（The Adventures of Walter Mitty）。

书中用标准普尔 500 种股价指数的报酬率作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为衡量依据，迅速、明确地说明了下述主旨：从1926年到1996年，在这段漫长的70年里，股票所有的报酬率几乎都是在表现最好的60个月内缔造的，这60个月只占全部862个月的7%而已。要是我们能够知道是哪些月份，想想看获利会有多高！但是，我们做不到，以后也不可能做到。我们的确知道一个简单而珍贵的事实，就是如果我们错过了这些表现绝佳，但不算太多的60个月，我们会错失掉整整60年才能累积到，而且几乎等于所有的投资报酬率。其中的教训很清楚："闪电打下来时，你必须在场。"

没有任何证据显示，任何大型机构能够持续在行情低落时进场，到行情高涨时退场。根据对行情波动的预测，在股票和债券、或在股票和现金之间，来回换类操作，失败的情形远比成功的次数大多了。

选股

要提高投资报酬率，第二种方法是靠选股，专业投资人耗费极多的技术、时间和精力在这上面，投资机构和证券经纪商研究部门的研究活动，主要是花在股票评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人会分析企业财务，实地研究竞争者及供应商，或访问经营阶层，设法超越市场的共同看法，更深入了解一种股票或类股的投资价值。如果投资经理发现：一种股票的市价和自己评估的价值差异相当大时，可以适时买进或卖出，替客户的投资组合，赚取市价和真正投资价值之间的差价。

不幸的是，整体而言，证券分析似乎不是很有用，也不是有助于获利的活动。股票投资经理做过基本面研究后卖掉的股票，以及他们没有买的股票，与他们买进的股票相比，表现通常一样好。(因为他们彼此之间互相买进和卖出，使市场获得有效率。)

这里的问题也不是投资研究做得不好，而是太多人把研究做得实在太好了，大证券经纪商的研究分析师尤其如此，他们透过全球信息网络，几乎立刻和采取迅速因应行动的千百位专业投资人，共享相同的信息和评估，大家都预期别人会迅速行动，因此经常设法快速行动，以致不可能有哪一群投资人能够始终胜过其他的投资人，一再取得有用的优势。然而，想击败市场，惟一的方法是击败构成整个市场的其他专家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合策略

在股票和债券投资组合中，策略性决定牵涉到影响投资组合整体结构的重大承诺。做出这种决定，目的在于利用预测类股、预测经济和利率变化的能力，或利用对主要类股，如新兴类股、基本工业类的股价变动的先知先觉能力。这些判断的每一种，都与市场类股风险有关。

例如在 1980 年，如果投资经理大量投资石油和科技两类股，会得到非常优异的成果，远胜过大量投资公共股、其他利率敏感股或消费产品股的投资人。同样重要的是，上述投资经理必须在 1981 年出脱能源股，否则会“全部吐回去”。

70 年代初期，著名的“二级”市场发展成形（注：成长股的本益比远超过产业股，市场因而分成两个层级），投资经理大量投资大型成长股，也就是投资“50 种飞跃成长股”，获得绝佳的绩效。到了 70 年代略微晚期，同样是投资这种股票，产生的绩效却极差，因为原来预期的盈余未能实现，投资股价大幅下跌。同样的事情后来又发生在小型高科技股，从 1980 年到 1983 年间，这种类股的涨升速度远超过大盘，接着在 1984 年内，下跌速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度也远比大盘快速。到 80 年代末期和 1990 年，绩效胜过大盘 10 年的“价值”股暴跌，吐回了过去 10 年的大部分涨势。

就像一句老话所说的：股市不是股票市场，而是很多股票构成的市场，是吸引投资经理就自己管理的投资组合中的类股，做出重大策略性决定的地方；但是，其中并非没有风险。

这种投资方法充满令人着迷的潜力，对经理人形成挑战，要求经理人适时地处在适当地位，并随着市场变化，发现经常并不熟悉的新投资方法，而且精通每一种新方法后再放弃，改用另一种新方法。理论上，这种方式当然可以做到，但是，真的做得到吗？有哪些经理人做到了？延续的时间有多久？

投资哲学

第四种可能提高报酬率的方法，是发展出深远、正确的洞察能力，看出有什么力量推动股市的特定类股、公司或产业，再有系统地利用这种投资远见或观念。

利用投资观念或哲学投资，涉及持久的投资承诺，等于要个别的投资经理或整个投资管理机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构，熬过一次又一次的股市循环和景气循环。

例如，坚持投资成长股的机构，要注重新科技的评估，要了解领导快速成长的机构，需要什么管理技巧，并分析需要投资多少财力，在新市场与新产品上，才能维持成长。一般都期望这种投资机构会从经验中——有时候无疑是痛苦的经验——学到如何分辨会完蛋的假“成长股”，和很多年内都会成功的真正成长公司。

其他投资机构认为，在经常受景气循环影响的成熟产业中，总是有一些大公司的投资价值，远超过其他投资人所能了解的程度，要是认真地研究，就可以看出这些价值不菲的公司，以较低的价格，买进有价值的公司股票，这样就能够以相当低的风险，为客户创造优越的投资报酬率。这种机构会发展出相当好的技术，去芜存菁，避免挑选应该还会下跌的低价股，并且发挥远见，找出其他投资人还不知道的价值股。

在各种可以持续采行很多年的投资理念中，有一种强调特殊产业中型成长公司的理念，也有一种注重资产，不注重盈余的理念，认为只要精挑细选，拥有优势地位的资产总有一天会被重新利用，赚取可观的利润。此外，有一种理念主张“反向思考”，专注大多数投资人显然不看好的股票，认为只要研究价格较低的公司，冷静的分析，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会找到便宜货。

一种投资理念或哲学的重要考验，是经理人有没有能力基于健全的长期原因，坚持到底，即使短期成果令人不快和气馁之至也坚持不懈。坚持可以带来精通，并在经理人专精的特定投资类别中，培养出重要而明显的优势能力。

理念或哲学投资法的重大优势，是投资公司可以自行安排组织架构，始终只从事自己独门的投资种类，避免杂音和其他选择的困扰，吸引有兴趣和专精这种投资形态的分析师和经理人，并且经由持续的实践、自我批评和研究，进而精通这种投资方法。最大的缺点是如果选定的投资方式过时，或与变动不断的市场脱节，高明的专业机构非常不可能看出需要改变，等到看出时已经来不及。

谈到这些深远的投资概念，有一点很清楚，就是已经被人发现、又能够延续很久的观念少之又少，最可能的原因起源于自由资本市场的特点，就是很少有机会发现独门的长期竞争优势，并维持一段长时间。

这 4 种基本的主动投资形式有一个根本特性，就是都依靠别人犯错。无论是别人的疏忽或过失，主动投资人投资个股或类股，惟一的获利机会，是其他专业投资人的共识都错了。这种集体错误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的确会出现，但是我们必须自问，这种错误出现的频率如何，我们有几次能够避免别人犯的正常错误，又拥有智慧和勇气，能够采取和共识相反的行动。

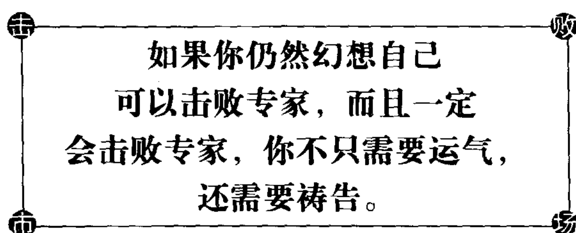
有这么多竞争者寻找超人一等的洞察能力，深入了解个股或类股的价值和价格关系，而且在投资圈内，有这么多的信息广泛、快速的传播，想在个股和类股中，发现并利用别人犯错和疏忽而留下的获利机会，绝对是没有太多希望。

显然有这么多可以胜过大盘的机会，投资经理在扣除风险后，长期要胜过大盘居然如此困难，投资经理和客户看到这种情形，一定十分困惑。但是即使是最高明的投资经理也会觉得奇怪，怎么可能希望勤奋而执著的对手，会犯无能、错误或疏忽的问题，让自己经常找到具有足够吸引力的机会，能够以相当有利的条件，大量买卖，击败对手，从而“胜过大盘”。从短期来看，股市很迷人，也很会骗人。从长期来看，市场很可靠，也很容易预测，到了令人觉得无聊的地步。在其中作怪的是市场力量；市场力量爱恶作剧；却很迷人，经常用奇招妙法，调戏投资人。例如，出人意表的盈余、令人震撼的配股宣布、突然激升的通货膨胀、总统振奋人心的声明、悲观的商品价格报告、奇妙新科技的宣布、丑陋的破产，甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至还有战争的威胁。市场具体地说在大家最意料不到的时候，从它的百宝囊中，掏出这些事件，就像魔术师用高明的欺骗手法，分散我们的注意力一样，市场极短期的变化令人困扰，可能骗过我们，混淆我们对投资的看法。

每天的天气和气候相当不同，天气是短期的现象，气候是长期的现象，差别尽在其中。选择在某种气候中盖自己的房屋时，我们不会因为上周的天气而觉得困扰。同样的，选择长期投资计划时，我们不希望受暂时的市场状况困扰。



我们该忽略可恶的市场，忽略市场不断出现的急速变化。我们应该承认：就像每天的天气对气象学家，或是对要盖永久住宅的家庭不重要一样，道琼斯工业股价指数每天的行情对于长期投资人并不重要，我们应该注重长期的实际成果。

投资人如果刻意忽略市场的骗人花招，或是不注意目前的行情，会转移注意力，注重确实投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资真正好的公司，注意这些公司始终成长的盈余和股利。

在电影《铁甲战士》（Full Metal Jacket）中，两个教育班长看着他们教出来的连队，排成密集队形，小跑着跑进结业典礼会场，一面高呼："空降特战、奋勇争先！"一位班长说："某班长，你看着这些小伙子时，想到什么？"另一位像典型的班长一样，先呸了一口，回答说："我想到什么？告诉你，大约1/10是确确实实的好战士！"他顿了一下才说："其他的全都只是……枪靶子！"

拉斯维加斯每天都很忙，从这一点来看，我们就知道不是每一个人都有理性。如果你像华特·米堤一样，仍然幻想自己可以击败专家，而且一定会击败专家，你不只需要运气，还需要祷告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　强大助力

任何投资组合得到的全部长期报酬，绝大部分会来自购买整个大盘，这是最容易决定的投资政策，而且到目前为止，这也是最容易执行的投资政策。

这种“大盘投资组合”或“指数型基金”平凡而呆板，在投资经理和大部分客户心中，十分不受欢迎，很少得到应有的尊重。

这种投资方法缺乏想像力，费用便宜，操作不用头脑，显示平凡之至，却能够平稳前进，长期以后，得到的成果会胜过大多数专业投资经理。

主动型的投资经理，尤其是绩效良好的投资经理，都接受这种理论，就是长期而言，大盘投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会得到优异绩效。但是，他们认为有机会得到更好的表现，也愿意接受这种挑战。他们的看法是："就1亿或5亿美元的投资组合来说，即使是1%，也是很多钱，1%年复一年地以复利计算下来，更是一大笔钱，十分值得追求。"

他们的想法可能没错，有些人以后会证明自己正确无误。但是，客户应该知道，不是所有的投资经理人都会正确无误。的确如此，到目前为止，证据显示大部分经理人都没有做对，他们的客户如果投资市场型基金①，会得到更好的绩效。

考虑绩效要胜过大盘所必须耗费的时间、成本和努力后，可以看出指数型基金的确能够事半功倍。从表面上看，这种呆板、苦干型的投资组合似乎完全不用脑筋。但事实上，这种投资组合是以大量与市场和投资有关的研究为基础，很值得深入探讨，也很容易摘要说明。

简单地说，证券市场是自由竞争的开放市场，众多消息灵通、对价格敏感的投资人与副业投资经理充斥其间，同时以买方和卖方的身分，巧妙

① 以市场型基金而言，有相当多的类别没有涵盖在股价指数中。过去10年内，美国一些最令人感兴趣和报酬最高的投资领域，尤其是小型股，既未涵盖在指数中，也没有得到充分的反映。美国以外的所有国际股市占世界股市的一半以上，也没有涵盖在美国的市场型基金中。为了弥补这种缺憾，已经设计出新的"扩大型"市场基金，以便抓住"整个"市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地持续进行激烈竞争。不是专家的人，可以轻易得到专家的服务，价格广泛而迅速地报出，有效禁止市场炒作的机制已经建立；套利者、交易员、技术分析派和注重较长期基本分析的人，都设法从市场任何不完美的性质中，寻找获利的契机。这种市场被视为"效率市场"①，在效率市场中，价格变化会遵循一般所说的"随机漫步"形态，意即连密切注意盘势的短线客，也无法在证券价格中，找到可以预测未来价格变化的形态，据以获利。

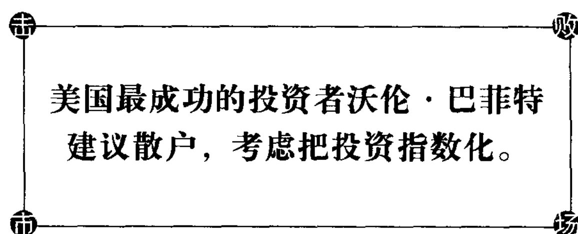
此外，因为其他竞争对手一样消息灵通，同时充当买方和卖方，把这些投资人当成整体来看时，尤其如此，因此任何投资经理不可能靠着基本研究，替大型投资组合不断创造额外的利润，因为有这么多同样执著的其他专家，也会运用他们所能得到的最好研究，评估是否买卖和何时买卖。你愈相信这是有效率的市场，你愈会相信下面这个规则——高明的竞争者愈多，想持续获得优异的成果就愈不可能。

在十分有效率的市场中，价格不但反映可从过去一系列价格中推断的任何信息，也会纳入和

① 并非完美，也非绝对有效率，但是，效率足以使聪明的投资人不期望能够时常利用市场的效率不足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涵盖上市公司所有可以得知的事情[①]。有效的市场不表示股票总是以“正确的”价格出售。投资人的判断可能错得离谱，可能过度乐观或过度悲观，这点会在后来的价格变化中表现出来。市场在估价方面，可能相当笨拙，但在市场信息和公司的基本面信息方面，却仍然可能很有效率。这就是为什么主动型投资经理想提高净值，最好的机会很可能是比别人明智，比较不像其他人那样容易受群众心理影响。



指数型基金让投资经理和客户有个轻松的选择，让他们不必玩比较复杂的股票投资游戏，除非他们真的想玩。

这是绝佳的选择自由，投资经理人如果利用

① 有些特定的证据显示：每季盈余报导和“内部人交易”信息，不会立刻充分反映在证券价格中，然而可以利用的机会显然极为有限，因此大型投资组合的经理人应该无法有效地利用这种信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数型基金，几乎可以不费心力，始终跟大盘同步。可以让你只在自己选定的时间和市场、在你真正想参与的那段时间内参与市场，而且你在任何时候，可以选择整个广大投资领域中的任何一部分，从事精心规划的投资行动，行动时间长短完全随心所欲。

对投资人而言，即使是身为客户的投资人，如果能够随时投资和退出指数型基金，会成为一种重要的优势，因为高超的知识和技术不是投资经理始终拥有的特性，高超的知识是一种变数。这种不参与的自由具有双方互利的责任，可以只在有目的、额外的报酬完全涵盖额外的风险时，才参与投资。

连美国最成功的投资者沃伦·巴菲特，都建议散户考虑把投资指数化。投资人应该聪明些，把更多的心力，放在了解市场型基金的真正优势，也就是事半功倍的力量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 矛 盾

有一种矛盾让投资经理备受困扰。

这个矛盾是管理具有极长期目的的基金时，却追求达成既不可行、又不重要的短期目标，而不追求达成可行、又值得的长期目标。

大多数投资经理把大部分时间，用在设法“击败市场”这个不重要又困难的工作上，却少有成就，甚至毫无成就可言。实际上，如果不承受高于正常水准的市场风险，能够持续达成高出股票市场的绩效，即使是超过半个百分点，也是重大成就，然而没有多少投资经理能够长期达成此一目标。

有一个真正重要却不很困难的工作，才是投资经理和客户可以用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心，也应该用心的地方，这个工作包含下述四个步骤：

一、了解客户的真正需要；

二、明订真正符合客户需要的务实投资目标；

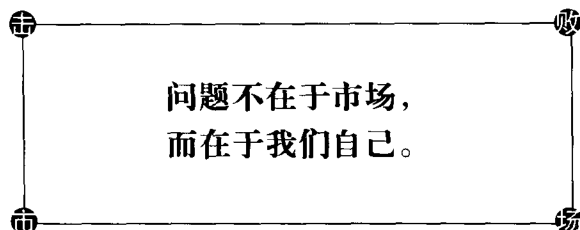
三、为每一个特别的投资组合，建立正确的资产配置；

四、发展出深思熟虑的合理投资政策，以便达成客户特定、实际的长期投资目标，这样做很容易成功。

例如，倘若债券的长期平均投资报酬率是6%，投资普通股的报酬率是10%。（股票的长期投资报酬率必须比较高，才能说服投资人接受股票投资的风险。）那么只要把投资组合中10%的资产，从债券移到股票，并且维持不动，长期之后，应该会让投资组合的年度投资报酬率增加0.4个百分点（股票投资报酬率高4%×10%的资产=0.4%）。

把股票投资组合的资产配置，从60%的股票、40%的固定收益证券，改成70:30，可能不是重大问题，但是，就像前一章所说的一样，透过选股，持续以高出市场0.4个百分点（40个基点）的投资报酬率，击败市场，一定是重大成就。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很少专业投资人能够维持这么优异的成果。

讽刺的是，在基本资产配置决策上，即使做这么小幅度的改变，可能提高的总报酬，比起“击败市场症候群”追求的那种飘忽不定的增加幅度，都还高出很多。

显然如果资产配置能够真正配合客户的目标，甚至可以更着重股票投资，例如，改成8:2、9:1，甚至百分之百投资在股票上，比起6:4的投资比率，投资报酬率还会提高更多：如果是8:2，每年增加的投资报酬率为1.6%，如果百分之百投资在股票上，增加的投资报酬率会达到3.2%。事实上，没有一位大型机构的投资经理人，能够期望以这么大的差距，击败市场。

这当然是机械式的计算，得到的数字是平均值，没有考虑到在实际上，个别年度的投资报酬率会以这些平均值为中心，呈现令人讶异甚至令人惊骇的分配。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果投资人坚持到底，熬过市场许多令人震惊的起伏，普通股的长期投资报酬率是否高于债券或票券，不见得是重要问题。

事实上，重要的问题是投资人能否长期坚持，以便达成他们预期的投资报酬率。问题不在于市场，而在于我们自己；我们的认知，以及我们对这些认知的反应。

从1982年到1997年的15年里，共同基金的年平均报酬率大约是15%，然而，共同基金投资人平均只得到10%的报酬率，为什么？因为投资人没有规划出严肃的长期投资计划，并且坚持到底，而是在不同的基金之间跳来跳去。

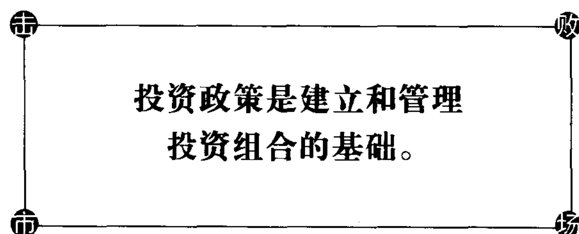
结果是基金赚到全部的报酬率，投资人却没有赚到，投资人整整损失1/3。每位客户要真正清楚自己或自己的组织，能够容忍的市场波动幅度是多少，也要确实知道自己的长期投资目标，并且要确实了解投资和资本市场。你对自己的投资人身分愈清楚，愈了解投资管理和证券市场，你愈清楚哪种资产配置真正符合你的投资组合，你愈可能长期坚持你的承诺。

对投资人而言，要达成优异的成果，真正的机会不在于努力超越大盘，而在于建立并遵守适当的长期投资政策，使投资组合能够随着市场的长期主要动力而受益。客户务实而了解，拥有长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期观点和明确的目标，以及明智的投资政策，是建立投资组合应该依据的基础，也是经历各种市场循环，从事长期管理的基础。

实际上，很少有投资人规划出这种投资政策，因此，大部分投资经理不知道客户的真正目标，彼此间没有明白的协议，用来规范投资经理管理客户投资组合的任务。这是客户的错误。



投资经理对于不同客户的情况和价值观，了解的不够清楚，因此管理所有的基金时，通常会用几乎相同的方法，采用十分近似的资产配置方式，甚至连管理极为不同的员工福利基金，如退休基金和利润共享基金时，也是如此。

如果客户是散户，勉强把“单一规格”的资产配置方法，应用在所有的客户身上，问题甚至更令人担心。理论上，大部分投资经理管理客户的投资组合时，乐于配合每位客户的特殊需要和目标，但实际上替客户安排时，都是根据少数标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准的资产配置方式。投资咨商虽然比投资组合管理更专业、更深奥，而且就长期而言，投资咨商对客户在经济上的影响大多了，但是，大部分客户既不做规范性的工作，也就是不替自己制订健全的长期投资政策，又没有付足够的费用，以便投资经理提供这种需要的服务，让客户从咨商中得到恰如其分的好处。

就功能和需要而言，退休基金、固定提拨的401（k）计划或分红入股计划有着重大的差异，使这些计划成为明显的例子，可以说明在最重要的资产配置投资决定上，采用标准化方法令人不安的情况。就每个人收到的总金额来说，分红入股计划和401（k）计划在员工退休或离开时，完全“终止”，因此这种基金有一系列绝对和可以预测的终点。

这是“由终点主导”的风险，所需要的投资政策必须避免市值的重大波动①。另一方面，退休金计划几乎是终身的投资工具，在这种计划中投入资金，目的是要在很容易预测又很长的一段时

① 设计分红入股计划时，很容易尽量淡化这个问题。愈来愈多公司让每个参与者拥有独立的账户，其中的资产配置可以依据个人对风险的好恶调整，也可以随着时间改变，反映员工状况的变化。例如，年轻时全部投资成长股，接近退休时，转变成保守而平衡的投资组合等等。但是，请注意，这种变化很可能不是好的投资政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间里，细水长流，让参与计划的人得到年金给付，他们在很长的“期中”阶段，可以轻松接受相当大的市场波动。

事实上，退休金计划和分红入股计划书差异虽然这么大，但这两种计划在投资时，却连投资股票和债券比率这种重大的基本规范，都没有做出区别，从这点可以得到一个严肃的结论，就是在理论上，配合客户特别投资目标的投资政策，可能受到尊重，实际上却很少用到。

散户希望从专业投资人的错误中学习。然而，订定正确投资政策是投资人自己的责任，毕竟钱是你的，所以你就承担起该负的责任吧。

不同的员工分红计划之间，可能有很大的差别，但是，惟有企业经理人在制定或检讨基本投资政策时，极力说明自己公司和这个计划的特性，才能突显这些差别的重要性。

你很难想像经营只提出泛泛的方针或指示，例如“设法胜过大盘”，或“你是专家，看看你帮我们什么忙”。然后就把操作千百万美元[①] 的责任，完全交给普通的部门操作经量人，更别说是交给最高经营阶层不能直接监督的人了。对散户

---

① 在某些公司里，退休基金的资产比公司净值还多；对于富有的家族而言，精明管理现有的投资组合，显然是他们财务前景中最重要的任务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说，情形也是这样，将来也总是如此，也就是散户必须知道自己真正想要什么。

真正的问题不在于投资经理建立投资组合时，是否配合每位客户的目标和目的（事实上，他们没有这么做）。真正的问题是谁负责主导必要的改变？务实的答案是这种责任不能由投资经理承担，必须由客户负责，身为客户的你可以承担这种责任，也应该承担。

要是你制定和维持明智的长期政策，坚持适当的投资结构，那么你对自己的投资组合的长期报酬率，会有更大的贡献，而且贡献大于高明的调整投资组合中的个别持股。

简单地说，你应该体认投资组合的操作归属于投资政策，你也应该负起责任，主导投资政策的制定。这不是应该交给投资经理的投资问题，不管他们技巧多么高超、人多么尽责，都不该如此。就像法国政治家克里孟梭（Clemenceau）说的那样：战争不应该留给将军们决定。这是你的问题，这是一种可以放弃，却无法授权的责任。

你必须动支基金时，只有你才够了解，能够中肯、可靠地谈论动支基金的重要特性，例如提款的金额、时机和确定性。只有客户知道自己（或自己的机构）对于市场行情变动的忍受度，市场走极端，忍受度特别重要时，尤其如此，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是在这种压力庞大的期间，投资政策似乎最不确定，要求改变的压力最大。

散户最清楚自己的整体财务和投资状况，例如自己的赚钱能力、储蓄能力、孩子教育支出的义务、必要支出的可能时机和金额，以及自己对投资的看法。大学受托人最了解校产基金与年度预算或募款的关系。

企业高级经理人会知道公司退休金计划的精算假设，知道这些假设和现实状况有多接近；知道如果市值突然下降，必须提拨资金，弥补退休金计划的赤字时，对于公司每季或年报盈余成长的干扰；知道公司员工福利理念的演变，以及福利计划可能的变化；知道公司可能增加退休计划参与者的福利，以保障他们的购买力不受通货膨胀侵蚀；也知道员工、高级经理人和董事会对中期市场波动的忍受程度。公司退休金计划支持者的“风险忍受度”，不仅是指办理退休金事务的员工或高级财务主管的风险忍受度，还是在市场最不利时，董事会大部分成员的风险忍受度。

以下有6个重要问题，每一位客户都应该彻底考虑，然后把自己的答案，详细向投资经理解释清楚。投资经理也应该敦促客户，做这种“家庭作业”。

首先，成效不佳的真正风险、尤其是短期风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险是什么？永远不应该冒不能承受的风险。例如，把储蓄给高三学生所需的全部大学学费，都拿去投资在股市，并不合宜，因为如果市场走低，这位学生可能无法支付学费。在预定购屋日期前两三年，把购屋的储蓄投入股市，也没有道理。

第二，客户对不利经验，可能会有什么样的情绪反应？俗话说，有人重视吃得好，有人重视睡得好。客户对于投资组合市值的中期波动，应该有一种了解后的忍受度，投资经理应该一清二楚，并且努力维持在这种忍受度之内。这里刻意强调“了解后的忍受度”，因为避免市场风险的确有“机会成本”，投资经理应该充分告知客户，不冒每一种水准的市场风险，分别会有什么样的机会成本。

第三，个别客户或机构客户的投资委员会，对投资市场有多了解？对不是专家的人而言，投资并非总是有“道理”的，有时候，投资看来几乎极为违反直觉。不了解通常会让投资人在空头市场时太谨慎，在多头市场时太有信心，有时候因此付出相当高的代价。投资经理应该注意，不要假设客户比实际上精明。

投资经理可以解释资本市场的行为——和不合理行为，协助客户了解，客户也可以设法教育自己，了解短期经验和长期经验的差别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果客户十分清楚投资环境，就会知道该期望什么，这种客户能够冷静应付令人不安的经验，其他投资人因为比较不了解，对于少见的有利或不利的市场经验，可能反应过度。

第四，客户有什么其他的资金或所得来源、这个投资组合对客户的整体财务状况有多重要？例如，和大学校产基金相比，成功的大企业支持的退休基金，可以合理地接受比较大的市场风险，校产基金可能难以筹募资金来弥补亏损。年轻的企业经理人拥有丰厚退休基金，作为保障，可以承受比较大的短期市场风险，退休的寡妇能够接受的风险，通常不会高于她的母校所能承受的风险。

第五，投资政策有没有规定任何法律限制？许多个人的信托基金相当特别，很多校产基金有着重要的限制，特别是在规定所得如何定义或支用方面，有着相当大的限制①。

第六，投资组合价值的中期波动，是否有任何无法预期的情况，可能影响政策？经常被人举出的例子是，如果一个退休基金投资组织的市值

① 威廉·凯利（William Carey）和柯瑞·布莱特（Craig Bright）在他们的杰作《校产基金的法律和知识》（The Lawand the Lore of Endowment）一书中指出，确实应该仔细研究有关的限制，因为这些限制可能比表面所显示的还严格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下降，掉到根据目前提拨率精算而订出的“行动”水准时，退休基金必须被迫增加提拨的风险[1]。而且我们全都知道，散户在市场快速上涨或下跌时，非常不容易采取很长期的观点。

这些可能的忧虑每一个都应该严格地检讨，以便确定在实际上，可以从正常最适当的投资政策可以偏离多少，亦即从略高于一般的市场风险水准，大致可以偏离多少。了解和运用客户的特定状况和目标，是为每一个不同的投资组合，规划明智投资政策的基础。

规划和运用明智投资政策的目标时，我们首先必须认清：大多数机构性的基金，如退休基金和校产基金，都不是由什么人拥有的金钱，这种基金并非真正“属于”什么人，没有一个人能够说：“这是我的钱，我希望你用这些钱，达成某个目标。”换句话说，这些钱没有真正的主人。另一方面，就个人的基金而言，投资人是钱的主人，因为主人总是希望做点事情，以致“主人的问题”太常出现。不幸的是，对活跃的投资人来说，历史的教训是：在投资方面，耐心和毅力或善意的忽略，比主动、积极还有益。这里颠倒一句常见

① 精算表面上有其精确之处，都是根据估计和判断而来，最先提出这种警告的一定是精算师协会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的警告："别想什么办法，只要站在那里就好！"（译注：常见的警告应该是，别站在那里，想点办法！）

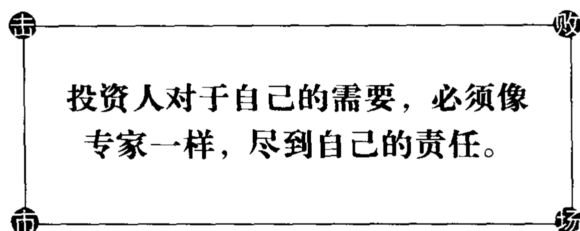
其次，我们应该认识到，在大多数机构性基金里，负责控制的人通常只是一个组织的代表，这些代表要承受事后诸葛亮的批评，因此他们有明确的经济诱因，促使他们保护自己的事业生涯，他们的想法是："这些可能不是我的钱，但这是我的工作和事业生涯。"

这些机构的代表生涯有没有进展，很少依据他们制定投资政策或管理投资经理人的成效而定。

在这种情况下，我们还能对这些代表的行为形态有什么期望？他们显然是倾向自我保护和自我防卫的人，他们会根据相当短的期间，例如3～5年的期间，作为决策依据。他们不会尝试做最适当的决策，反而会在希望达成优异的投资报酬率，以及避免不寻常或非正统的投资部位之间，寻求最能够被人接受的近期平衡点。而且最重要的是，他们会避免任何不必要和令人烦恼的风险，以免危害本身的事业生涯。

投资经理会怎么做？答案是和上述机构代表几乎一模一样，他们希望保有客户。由此可知，他们会很谨慎，甚至会过度谨慎。他们太担心失去客户，因此会呈现过度防卫的倾向，采取折衷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资人对于自己的需要，必须像专家一样，尽到自己的责任。

之道。

有人观察这种投资管理挥之不去的诡计后指出，在客户似乎无意遵守纪律时，期望投资经理冒着危害与客户关系的风险，坚持推动深思熟虑、目标明确、细心说明的投资政策，实在不切实际。

因此，我们不应该对代理人抱希望，应该对所有人抱希望。但是，在机构的投资管理上，并没有所有人，而且会负起责任的散户实在太少，他们都假设专家懂得比较多，比较深入。如果投资人不愿意像所有人一样行动，那么我们可以肯定地说，这种诡计会持续存在一段很长的时间。在这种情形下，散户有一个重大的机会，可以超越投资机构，方法是在真正的投资目标和长期投资政策之间，慎重地设计出最合适、最能达成这两种目的的平衡。换句话说，你虽然不能击败市场，却可以利用许多人设法击败市场的事实。靠着“另类思考”，你可以专注真正重要的事情，亦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即不枉费心力去击败市场，转而注意极有可能达成的合理目标，也就是制订和达成你自己的长期投资目标。你愈能体认到别人把心力放在错误的事情，愈能冷静、坚定的把心力放在正确的事情上。

能否逃脱这种诡计，要看客户是否知道他在自己的需要和财力方面，他才是专家，从而承担起责任，坚持适当的投资目标和投资政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　时间因素

在投资方面，时间是阿基米德的棍子。

大家经常引述阿基米德下面的话："给我一根够长的棍子和一个支点，我就可以举起地球。"在投资方面，这根棍子就是时间，支点当然是坚定而实际的投资政策。

在任何投资计划中，投资持有的时间长短，亦即据以衡量和判断投资成果的期间，是最重要的单一因素。

如果时间短，报酬率最高的投资会不适宜，却是长期投资人最希望拥有的投资，聪明的短期投资人会避免这种投资。但是，如果投资时间很长，聪明的投资人可以没有太多的焦虑，坚持这种短期看来很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冒险的投资。

要是有足够的时间，原本似乎没有吸引力的投资，可能变得极有魅力。时间会把最没有吸引力的投资，变成最有吸引力，反之亦然；因为预期的平均投资报酬率虽然完全不受时间影响，以预期平均值为中心的实际报酬率的分布范围，受时间的影响却很大。投资持有的时间愈长，投资组合① 的实际报酬率愈接近上述预期平均值。

因此，时间会改变不同投资人运用不同投资的方式。

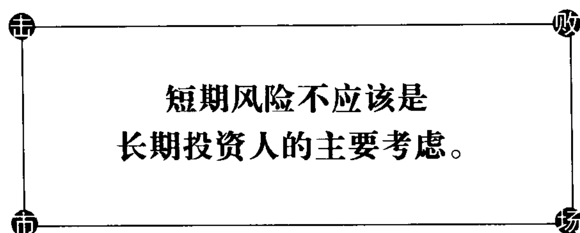
计算投资报酬率，也就是计算投资报酬率的平均值和分布状况，所使用的期间通常是一年，这种 12 个月的时间架构很常见，而且大家普遍利用，但根本不能配合不同投资人的时间要求，因为投资有各种不同限制，目的也不同。例如，有些投资人一次只投资几天，有些投资人却会持有投资几十年，而真正重要的是时间因素的差异。

为了显示时间到底多重要，我们现在夸大其实地看看投资普通股一天的预期投资报酬率。

一般股票每股价格是 40 美元，在正常交易日里，价格波动范围很可能是在 39.25～40.5 美元之

① 相形之下，个别投资的实际报酬率会随着时间拉长，差别会愈来愈大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



间，波动幅度是 1.25 美元或 3.1%。请记住，以今天市场对未来的通货膨胀预期而言，普通股的年投资报酬率大约是 15%，我们假设投资一档股票的预期每日报酬率为 0.06%（年报酬率 15% 除以 250 个交易日），预期的每天波动幅度是正或负 1.55%（每日波动幅度 3.1% 除以 2）。

现在把每日 0.06% 的报酬率和 3.1% 的波动幅度化为“年率”，预期的年度平均报酬率应该是 15%，但是，以 15% 为中心的报酬率范围却高达 387.5%！（换句话说，投资我们假设的股票一天，年度投资报酬率介于获利 405.5% 和亏损 372.5% 之间！）

当然，理智的投资人投资普通股时，不会故意只投资一天、一个月或一年，这么短的时间就投资普通股而言，显然太短，因为和预期的报酬率平均值相比，这种投资的预期报酬率变化太大。这样投资普通股会造成额外的不确定性，没有够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大或够确定的报酬来平衡其中的风险。持有普通股的时间这么短不是投资，是极端的投机。

另一方面，这样故意用一天的模拟，说明年度报酬的一般用法，会在评估期间改变时，造成投资人认真检讨满意度的差别。具有很长时间架构的投资人，很可能完全投资在普通股上，而另一个时间架构很短的投资人，会只投资国库券或货币市场基金，这种检讨会显示两种投资做法一样明智。这种检讨也显示，为何中期投资人的时间架构延长时，会把投资重点从货币市场基金，转移到债券，而且逐渐提高股票投资的比重。

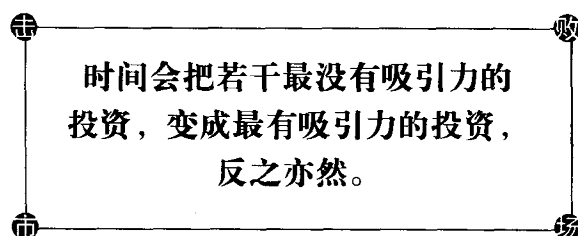


图 5－1 明白显示，不论投资期间的长短，预期的投资报酬率平均值恒久不变，也显示时间对实际报酬率的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股 票

	1年期	5年期	10年期	15年期	20年期	25年期
高	53.37%	28.98%	17.86%	14.63%	13.03%	11.50%
平均	8.26%	6.51%	6.08%	6.02%	6.22%	6.57%
低	-37.35%	-11.65%	-3.89%	-1.57%	0.78%	2.73%

公 债

	1年期	5年期	10年期	15年期	20年期	25年期
高	37.15%	18.99%	9.91%	10.17%	8.64%	6.47%
平均	2.36%	2.02%	1.61%	1.45%	1.51%	1.60%
低	-19.75%	-10.44%	-5.21%	-3.87%	-2.68%	-1.77%

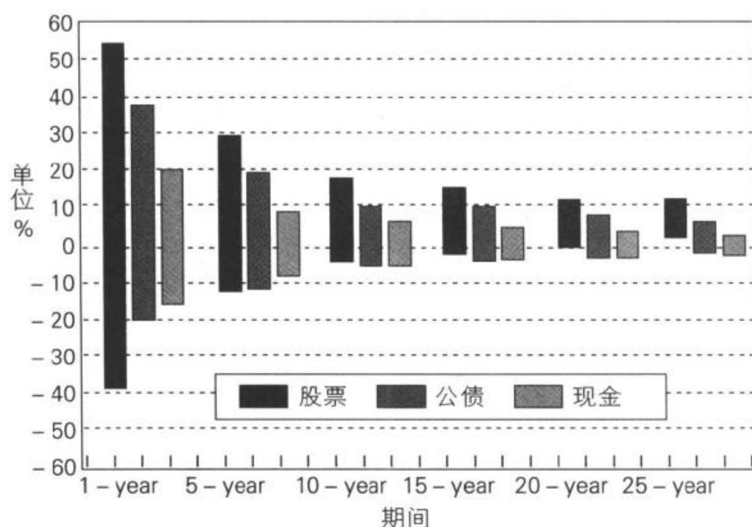


图 5-1 股票、公债和现金准备的实质报酬率分布状况
期间：1901~1990 年

在很长的期间里，普通股每年的投资报酬率几乎是不连贯的，显示获利有高有低，亏损也有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大有小，整个形态似乎呈现随机漫步的状况。在最好的情况下，你每年可以赚到4%的报酬率，但在最糟的情况下，你可能亏损37.4%，要简化分布这么散乱的众多一年期经验，希望从中得到任何投资报酬率的“平均值”，似乎很荒唐。

把时间架构延长为5年，一贯性和规则性会大幅增加。例如，亏损的期间会减少，获利的期间似乎会变得比较持续一贯，变得比较经常出现。原因在于评估的期间拉长，平均投资报酬率开始压倒单一年度的差异。

把期间再拉长到10年，投资报酬率的一贯性会大幅提高，只出现一次亏损，大部分期间都有平均5%～15%的年度获利。这个例子里，平均投资报酬率的力量——现在是以10年的复利计算——再度压倒单一年度的差异。

时间延伸到20年，会更为提高投资报酬率的延续性，其中没有亏损的期间，全部都是获利。而且获利更趋近长期的预期投资报酬率平均值。

虽然在每一种时间架构中，投资报酬率的分布范围显然有很大的差别，却有一个持续不变的重点：在所有情况中，实际投资报酬率平均值几乎都相同。这点是因为图中显示的资料，全部都取自同样持续一贯的投资经验。

知道实际投资经验是从持续一贯的经验中取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，在了解上述资料的意义时很重要。即使是在新英格兰，把“天气”拉长，拉到以长期为单位考虑时，天气也会变成有意义和可靠的气候，即使要预测个别的严寒或酷暑的日子很难，要预测会在哪一天出现更难，还是会变得有意义而可靠。同样的，在投资方面，耐心的观察家可以看出真正的基本形态，使看来随机分布的每年、每月或每天的经验，不会显得这么不连贯或这么混乱，而是相当容易预测的情况——如果从一般情况和长期观点来看。

在天气和投资上，样本大量增加，可以让我们愈来愈容易了解母体的正常经验。就是因为了解这种正常经验，使我们能够设计自己的行为，以便利用占有优势地位的长期正常形态，不至于因为日常事件在短期内，展现令人惊惶的庞大力量，而慌了手脚。

在投资政策上，最重要的问题是资产组合，尤其是固定收益投资和证券投资的比率。

近年来，资产组合的讨论引起相当多的注意，退休基金经理人尤其如此。他们的分析一再显示，风险和报酬的平衡是由时间这个关键因素所左右。

不幸的是，在大部分情况下，通常不是为特定基金的需要，选定时间架构，而是采用一般常用的 5 年期间。采用 5 年的时间架构，通常会导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致股票和债券之间常见的6:4比率，10年的时间架构会造成8:2的比率，15年的架构经常会产生9:1的比率，其余可以类推。不幸的是，这些时间架构没有一种“适于”退休基金或大学校产基金，甚至对大多数散户来说，这样的时间架构也不“正确”。对于投资的时间架构以30年到50年为基准、甚至以更长时间为基准的基金而言，上述时间架构都实在太短了。

在资产组合的决策上，最令人困扰的事情不是根据不适当的短期架构做决定，而是几乎根本没有做慎重而明确的决策。例如，退休基金和分红计划这两种员工红利计划差别极为明显，却没有证据显示，两者的资产组合有什么不同；同样的，精算投资报酬率设定很高和很低的不同公司，有着明显之至的差异，但两者的资产组合却也没有重大差异；同样的，在员工高龄化和员工年轻的公司之间；在盈余快速成长和很少成长或毫无成长的公司之间；在基金资金年度提拨金额由公司按一定百分比，或是按公司利润的一定百分比拨付的公司之间，两者的资产组合都没有重大差别。

讽刺的是，虽然退休基金具有几近永久的性质，使退休基金可以比其他形态的投资人，更能接受中期的市场风险，但是在70、80和90年代，一般退休基金只把一半的资产，投资在股票上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换句话说，一般退休基金在资产管理上，实际上所用的时间架构不是30年或50年，而是只有三四年。

这些基金在过去的投资报酬率上，付出了机会成本，实际情形是这样的，在80年代和90年代，股票缔造了创纪录的投资报酬率，以复利计算，每年高达17%！不把所有资金投资在股票上，成本很昂贵。投资史料明确的记载（请见第二章），市场复生的前几个星期，产生的利润占相当大的比率。然而，就是在这种至为重要的市场底部，波段操作者最可能离开市场，错过“最美好的部分”〔请参阅1984年7/8月号《哈佛商业评论》（Harvard Business Review）所刊，由罗伯·杰福瑞（Robert H. Jeffrey）所著“股市波段操作愚不可及”（The Folly of Stock Market Timing）一文〕。

但是，这一点不是这里的重点，重点是投资人应该先检讨潜在的风险和报酬，并且决定什么政策最适合自己，然后，才做出这种审慎的资产组合决策。这种有力的决策应该在细心检讨长期实际状况之后，才慎重做出决定。

如果投资人认识到，机构性基金比散户容易采取很长的观点，而且如果更多投资人坚持这种长期的投资政策检讨，他们的基金通常应该会用不同的方法投资，赚到更高的报酬率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　投资报酬

每一个人都知道，投资报酬率以两种大不相同的形式出现，一种是相当容易预测的现金，来自利息和股利；一种是行情的涨跌，涨跌相当难以预测，短期涨跌尤其如此。投资人把大部分的时间和技巧，放在行情的变化上，设法胜过其他人，提高投资报酬率。他们都犯了大错。

行情会变化，是因为活跃的投资人对适当股价的共识有变化，这种共识由成千上万家机构和个人决定，这些人不断地寻找投资获利的机会。要找到这种机会，投资人会研究所有主要国家的货币、财政、经济和政治情势发展；拜访数以百计的公司；参加数以千计的早餐、中餐和晚餐集会，与公司的经理经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济学家、产业专家、证券分析师和其他专家见面；研究几百家公司和几十家大型证券经纪商出版的大量报告和分析；大量研读产业界的出版品；而且几乎不断地在电话上，跟拥有理念、信息或远见的人谈话。活跃的投资人希望利用这些东西，改善投资绩效。

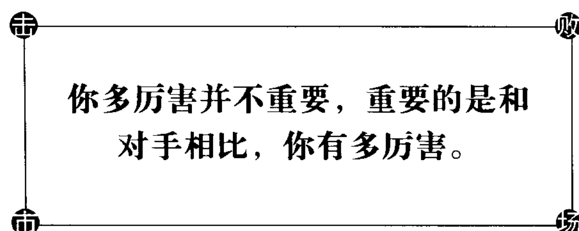
除了研究理性的世界之外，投资人也研究不理性的世界，如“投资人心理”、大众信心、政治和“市场风气”，因为在短期内，市场行情和人性很接近，都是没有理性。投资人认知与解释信息的方式、因应情势发展的方式，对行情会有很大的影响，在短期内尤其如此。因此活跃的投资人，总是在自己的意见变化被其他投资人利用之前，寻找和利用其他投资人意见的变化，以便从中获利。并非所有投资人的解释和认知都是“正确的”，其中很多都错得离谱，事后来看尤其如此。

在今天动力十足的市场上，投资管理是一种奇妙、激烈、迷人、希望无穷、痛苦、压力庞大和愉快的过程，是在世界上最自由、最竞争的市场中，对抗许多最有才干、最有野心的竞争者，靠着更丰富的知识、更明智的解释和更好的时机拿捏，赢得优势。(讽刺的是，对大多数投资经理和他们的客户而言，其实这些活动大部分都不重要，不重要的原因并非这些投资经理才气不够，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是因为他们的对手中，有太多人都同样的才气十足。你多厉害并不重要，重要的是和对手相比，你有多厉害。)

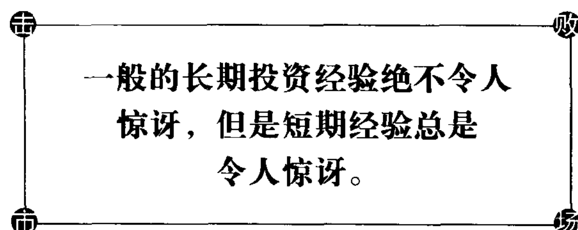
从表面上看来，这种程序精密之至，但在普通股的评价上，有两大主要领域。第一是投资人对于未来盈余、股利的可能数量和时机的共识；第二是投资人对于预计的未来股利和盈余应该如何利用，以便建立其现值反映率的共识。



对于未来股利与盈余预估的共识，会因为投资人的不同、时间的不同，而有差别。原因在于对预估的实际成长、单位需求的循环性波动；价格和税负；发现和发明；国内和国外竞争的变化等因素，会有变化。长期而言，一般认定的适当反映率会随着很多因素变化，其中最重要的是对特定投资或一般投资风险的认知、预期的通货膨胀率，和把预估股利或利息分派换算成资本现值的反映因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估计未来盈余、股利及反映率的期间，拉得愈长，由投资人对现值共识变化，造成的股价逐日或逐月波动愈大。但是，每一个人都知道，价格和价值并不相同。



随着估计的时间架构拉长，预估反映率对一支股票目前行情的冲击，会愈来愈大（和未来盈余与股利的预估比较）。

另一方面，就投资价值而言，随着投资人持有投资的期间拉长，反映因素的重要性会下降，股利分派的重要性会提高。

如果投资人注重价值和非常长期的投资，获得的盈余和股利，就占有压倒性的相对重要性。对于注重价格的极短期投机者而言，一切都要看投资人心理逐日、逐月的变化（用比较正式的话说，就是适当的反映率），以及大家愿意支付的价格而定。就像天气一样，一般的长期投资经验绝不令人惊讶，但是短期经验总是令人惊异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　投资报酬

众多的研究显示，投资报酬率的历史有3个基本特性：

1. 普通股的平均投资报酬率高于债券，债券的报酬率又高于短期的货币市场工具。
2. 普通股每天、每月和每年的实际报酬率的波动程度，高于债券报酬率的波动程度，后者又高于短期货币市场工具的波动程度。
3. 随着评估期间缩短，一期和一期之间的投资报酬率波动程度会提高，评估期间拉长，波动程度会减少。换句话说，长期而言，投资报酬率会显得较为正常。

投资报酬率有一个特性，令人印象十分深刻，就是普通股逐年的投资报酬率变化，会使股票的年度平均报酬率大为失色。

我们现在都知道，“普通股产生9%的平均投资报酬率”没有意义，这句话不完整，又会误导大家。下面的说法好多了，我们可以说：“过去50年来，实际的投资报酬率介于亏损43%[①] 和获利

① 这些是未经通货膨胀调整的正常投资报酬率，前文所引资料是经过通货膨胀调整的“实质”投资报酬率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

54%之间，虽然平均投资报酬率大约是9%，以此一平均值为中心的实际投资报酬率的标准差接近22%。最后，我们很遗憾地说，我们不能给你从这些报酬率的因果关系，这些关系当然都是随机出现的。”

这两种说法差异很大，对于在“正常”钟形曲线分配的形态中，正好意外而突然遭到最大亏损年度的投资人来说，两者的差别尤其庞大。这就是为什么投资机构和投资经理现在学着用正式的统计名词，说明投资报酬率。散户最好学到足够的统计语言，才能确实了解中位数、钟形曲线、正常分配的意义，也了解两种标准差的意义，以便衡量罕见事件预期出现和确实发生的频率。

除了了解描述投资报酬率根据中位数分配的重要性之外，我们也必须学会把平均投资报酬率不同的组成分子分开，个别予以分析。

平均投资报酬率中有3个主要构成分子：

1. 未经通货膨胀调整的无风险实际投资报酬率①。

2. 无风险投资报酬率之上的溢价，用以弥补

① 国库券没有倒账风险，因为政府如果缺钱，一定就是多印钞票而已！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期通货膨胀购买力的侵蚀。

3. 经通货膨胀调整后的无风险投资报酬率之上的溢价，用以弥补投资人所接受的市场风险。

把整体投资报酬率分为这3种报酬率，使我们可以比较股票、债券和国库券3种不同的投资形态。罗杰·伊博逊（Roger Ibbotson）和雷克斯·辛克菲（Rex Sinquefield）在一系列划时代的研究中，已经做过这种研究，他们的著作中刊出一张表，显示他们在1926年到1991年的55年期间的重大发现（请见图6－1）。他们的分析很有启发性[①]。

国库券似乎相当安全、可靠——这是就名目而言，不是指扣除通货膨胀之后。国库券在55年内，表面上有54年出现正报酬。然而，经过通货膨胀调整后，报酬为正的年度只有60%以下。更惊人的是，经过通货膨胀调整后，国库券的平均年度投资报酬率为零。

换句话说，国库券通常顶多只能与通货膨胀率相当，在大部分情况下，你可以拿回你的钱，

---

① 请见两人所著《Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: The Past and the Future》由弗吉尼亚州夏洛特维尔（Charlottesville）的金融分析师研究基金会于1982年出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些钱的购买力安然无损。但是，你的收获也只有这些，至于你的钱实际上没有任何报酬，只是把你的钱还给你而已。

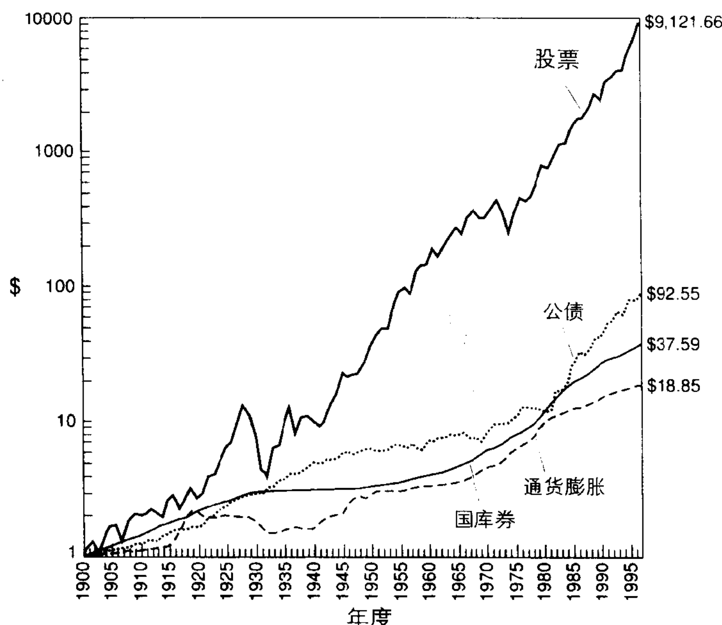
经过通货膨胀调整后，长期债券产生较高的投资报酬率，原因有两个：公司债有倒账的风险，以及公司债和政府公债因为到期日比较远，迫使投资人暴露在市场波动中，投资人为了因应利率变化，除非获得较高的投资报酬率作为补偿，否则不愿意暴露在这种行情波动中，因此长期债券要付较高的利率，这就是到期溢价。估计到期溢价约为 0.9%，高品质长期公司债倒账溢价约为 0.5%。把这两种溢价加在无风险投资报酬率中，政府长期公债经过通货膨胀调整后，年度实质投资报酬率就变成约 1.0%，长期公司债约为 1.4%。

同样的，普通股的风险益价约为 6.1%。（经过通货膨胀调整后，预期实质投资报酬率同样也是 6.1%。）

去掉通货膨胀有力的破坏因素后，如果根据合理的长时间，检视投资报酬率的经验后，投资报酬率（或投资人所要求的投资报酬率）的确十分一贯。

这种一贯性起源于两个主要因素：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：“股票、债券、国库券与通货膨胀 1991 年年鉴”

图 6－1　美国资本市场的投资财富指标

期间：1925～1990 年（1925 年底＝1.00）

1. 投资人有合理的一贯性，会要求较高的投资报酬率，补偿他们所接受的较高市场风险。

2. 随着评估投资报酬率的期间拉长，反映率变化造成的报酬率短期波动变得愈来愈不重要，比较稳定的预期股利变得愈来愈重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重点是我们从股票投资中，得不到十分精确或“正确的”投资报酬率资料，而且没有希望得到。正如同我们从其他复杂、动力十足、受众多大小外在因素影响的持续程序中取样，也得不到正确的资料一样。但是我们可以得到非常有用的近似值，了解过去报酬率的实际状况和最可能出现的情况，要建立长期基本投资政策，这就是我们所需要的一切。

除非你在评估期一开始买进，在结束时卖掉，让资金完全退出市场，否则绩效资料只是假调性的统计。是描述取自很长期持续过程中的样本，在这种过程中，股价经历一系列“随机漫步”过程，每一支股票在这种过程中，都根据不断修正的未来盈余和股利预估，以及经常变化的反映率的预估，得到一连串实际现值的近似值。

投资报酬率的另两个问题很重要，第一，预期通货膨胀水准对投资报酬率变化的影响很大，对几乎永续存在的普通股尤其如此。预期通货膨胀率从1960年的大约2%，上升到1980年的10%左右，这种通货膨胀率加上其他变化，使大家要求的普通股名目平均投资报酬率，从1960年的大约9%，升到1980年的17%左右，这点造成股价大幅下跌。经过通货膨胀调整后，投资人在这段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调整期间遭到的损失，是半世纪以来最严重的。

预期通货膨胀率进一步上升，会进一步打压股价，把股价水准压低，到买主能够得到足够的报酬率为止，使未来“实质”盈余和股利跟以前预期的一样，以便弥补现在预期的通货膨胀率和风险，并在2/3的年度里，提供大约介于+6%或-12%的无风险实质报酬率。预期通货膨胀率下降会有相反的效果，就像我们在1982年之后15年所看到的情形一样。

第二个问题是短期投资报酬率的差异看来可能很小，长期而言，在复利计算下会相乘，变成很大、很明显的差异。（有人问爱因斯坦，他认为人类最有力的发现是什么？他毫不犹豫地回答说：“复利！”①）

有人问爱因斯坦，他认为人类最有力的发现是什么？他毫不犹豫地回答说：“复利！”

下表显示投资1美元，用不同的复利率，经

① 复利表示不仅你的本金得到利息，连再投资的利息也得到利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过长短不一的不同期间，得到的复利效果（请见图 6－2）。这张表值得仔细研究，要看出时间多么有力，尤其要小心研究。这就是为什么时间是投资管理中“阿基米德的棍子”。

投 资 期 间

复利计算的投资报酬率	5 年	10 年	20 年
4%	$1.22	$1.48	$2.19
6	1.34	1.79	2.65
8	1.47	2.16	4.66
10	1.61	2.59	6.73
12	1.76	3.11	9.65
14	1.93	3.71	13.74
16	2.10	4.41	19.46
18	2.29	5.23	27.39
20	2.49	6.19	38.34

图 6－2　复利的长期影响极大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 风 险

风险是极为简单的字眼，不同的人赋予风险这么多不同的意义，的确令人惊异。（风险和不确定不同，风险描述发生或然率可以知道时间的预期报酬，精算的生命表是大家熟悉的例子，精算师不知道张三在14年内会发生什么事情，却相当清楚在一亿人的群体中，每一年、包括第14年，会发生什么事情。）风险和投资上的不确定有关，学术界人士探讨贝他系数和风险时，就是表示这种意思，可惜他们没有用正确的名词。

活跃的投资人思考风险时，通常有四种不同的方法。第一种是价格风险：如果你用太高的价格，购买股票，你可能亏钱，如果你认为一种股票价格可能太高，你知道自己正在冒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某种价格风险。

另一种形态的风险叫做利率风险：如果利率上升幅度超过目前的预期，以弥补预期的通货膨胀变化，并已在市场中反映，那么你的股票价格会下跌，你会知道自己已经承受风险。

第三种风险是企业风险，公司可能胡搞瞎搞，获利可能不出现，如果是这样，股价会下跌，这样你又承受了风险。

在极端的情形下，公司有可能倒闭，股票筹资（Equity Funding）、宾州中央铁路（Penn Central），以及霸菱兄弟（Baring Brother）倒闭正是如此，国际商业机器公司（IBM）几乎也发生这种事情。专家老手会告诉你："这才是风险！"

他们的话很正确，但是看待风险还有一种方法，这种方法是过去30年来学术界大量研究的成果，越来越多投资经理和客户使用这个定义，因为没有一个理论这么有力，以下是这个理论的观念：

投资人暴露在3种投资风险中，一种风险根本无法避免，但是投资人会因为冒这种风险得到报酬。另两种风险可以避免，甚至可以消除，投资人接受这种不必要和可以避免的风险，不会得到报酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进一步探讨这3种相当不同的风险，显示投资经理和客户可以用自己对风险的了解，据以建立投资政策之前，我们先暂停一下，说明积极的投资者如何看待得不到报酬的风险，为何得不到报酬，下文很快会解释。

所有积极投资者的基本假设是他们会胜过市场，因为他们会买进低估的股票，或卖出高估的股票或类股，用这种方式发现和利用获利机会。

对于积极的投资者来说，他们的判断会证明他们冒险是错误的，但这种风险是他们利用机会时，愿意付出的成本。他们不期望每次都对，却希望有比较高的打击率。第一章已经解释过，大多数人都会失望。我们现在讨论的重点是：积极投资者不应该因为冒了个股或类股的风险，就期望获利，应该不顾所冒的风险，期望在弥补亏损或错误后能够获利。

现在我们回到极为有力而且有用的理论，前面指出，投资人暴露在3种投资风险中，有一种风险根本无法避免，但是会让冒这种风险的投资人得到报酬。另两种风险几乎可以消除，冒这两种风险的人不会得到报酬。

不能避免的风险是整个市场固有的风险，这种市场风险潜藏在所有投资中。选择波动性大的股票，或利用融资，会增加这种风险，选择波动性低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，或是在投资组合中保留部分现金，可以降低这种风险，但是，风险始终存在，不能避免或消除，因此必须管理。

两种可以避免或消除的风险关系密切，一种与个股有关，另一种和类股风险有关。第一种可以叫做个股风险，第二种可以叫做类股风险①。

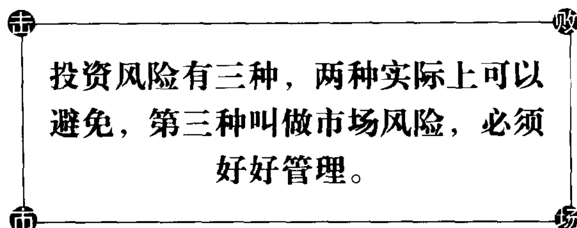
若干例子可以澄清类股风险的意义，成长股这种类股价格会同时上涨或下跌，原因之一是投资人的信心变化，以及看未来时，愿意看的比较近还是比较远，投资人很有信心时，评估成长股会看到很远的未来。公用事业股和银行股之类的利率敏感股，会受到预期的利率变化影响。同一种产业的股票，例如汽车、零售、电脑等类股，会受整体产业预期的变化影响。影响类股的共同原因确实很多，为了避免不必要的复杂化，避免只注重枝节问题，投资经理思考时，重点通常会放在主要的类股上。

与类股和个股风险有关的重点是：投资人不见得要接受这些风险，这些风险可以消除。投资特定市场或类股的风险和整体市场风险不同，可以分散——到让人忘掉的程度。

---

① 学者用略微不同的名词，描述同样的3种风险：市场风险称做系统风险，个股风险称特定风险，类股风险称额外的市场风险。这种说法似乎比较清楚、比较自然。个股风险或类股风险是在评估投资报酬率的一段期间，个股或类股价格行为和整个市场不同的风险，不论是有利或不利的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

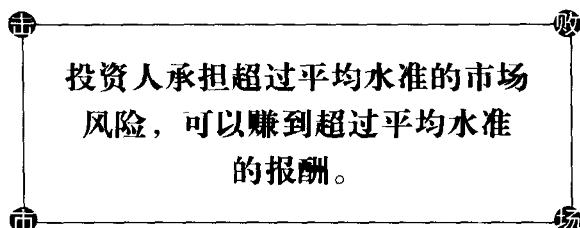


因此，在一个有效率的市场上，只是多承受个股或类股风险，不能也不会超过市场的投资报酬率。只有在冒险所提高的报酬率确实值得时，投资经理才应该冒这种风险。压倒性的证据显示，这种冒险虽然有诱惑力，报酬却不足。不错！经常有人谈到专业投资人“加重投资”某种类股。但是实际上，有人这样做，不表示通常都会成功。

接受个股或类股风险报酬不足的观念很重要，因为投资经理用客户的资金，承担这种风险，只能期望靠着他的高超技巧，选择价格不适当的个股或类股，胜过所有和他竞争的投资经理的整体技巧，得到报酬。第二章已经解释过，投资经理冒这种风险时，只能在他的竞争者犯错时，才能获利。

显然，利用简单、平凡的策略，设计一种模仿市场的投资组合，可以避免这种风险，不必偏离投资组合的性质、不必偏离跟整个市场有关的投资报酬率，而且没有类股或个股风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资人承担超过平均水准的市场风险，可以赚到超过平均水准的报酬。

请注意，消除了这两种特定形态的风险，不表示所有的风险都消除了。整体市场风险总是存在，而且就风险而言，这是很大的风险。

指数型基金是模仿整个市场的投资组合，拥有重大的优势，可以分散特定市场部门和个股的风险；提供一种普通、便宜的股票投资方法。

厌恶风险的投资人在投资时，如果能够降低他们所必须接受的市场风险，会乐于接受较低的投资报酬率，也乐于看到其他投资人得到较高的投资报酬率，这样其他投资人才会受到吸引，接受幅度较高而且无法避免的市场风险。但是，他们不会付出代价，让冒险的投资业者，冒靠着“购买大盘”就相当容易完全避免的风险。

市场风险不同，因为这种风险无法避免，厌恶风险的投资人如果希望承担低于市场水准的风险，必须乐于接受低于市场水准的投资报酬率。他们这样做，可以让乐于接受高于正常市场风险的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，得到高于正常水准的报酬率。这就是为什么后者——特别是在比较长期间——得到的报酬率高于正常水准的原因。（最近有另一个大不相同的市场风险，成为真正令人忧心的来源。整体而言，美国股市已经涨得太多，整个市场的价位可能有令人非常害怕的罕见风险。）

一个股票投资组合的市场风险水准，可以相当精确的估计出来，方法是用加权平均的方式，计算投资组合中股票的历史价格行为，然后与整个市场比较①。

对于非常长期的投资人而言，市场风险的最适当水准是略微高于平均水准。这种水准确有道理，因为其他投资人大多受到限制，不能采取非常长期的观点，他们的投资要比较早变现，以便支付小孩的教育费用，或是因为信托结束，或是因为一大堆近期到中期的事件，必须做计划。有些投资人根本缺乏耐心，不能镇定的看待逐日、逐月、逐年股价突然的激烈波动，但是在证券市场上，时间一长，

① 要降低在任何市场投资一定会有的市场风险，当然可以用涵盖好多个市场的投资组合，以投资行为不同的其他市场，平衡在另一个市场的投资。这种分散方式是房地产投资和国际化投资的重要动力。法国、日本、意大利和澳大利亚股市波动像美国股市一样厉害，但是，波动的时间通常不同，原因也略微不同。投资组合分散投资很多个市场，会因为投资散在若干不同的市场，而降低任何单一市场“无法避免”的市场风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定会经历这种变化。这些投资人乐于付出代价，希望以较低的风险，承受较不激烈地波动，得到他们希望得到的东西。

简单地说，股票投资人的全部报酬包含四种成分：一、无风险的报酬；二、弥补投资整个股市的价格变动或风险的额外报酬；三、投资一种以上类股，可能因为各种经济、商业、或市场心理，导致类股表现与大盘不同的潜在额外报酬；四、投资个股，可能因为相同原因，以致个股表现与大盘不同的潜在额外报酬。

同样的，投资组合承受的风险可以分为3种成分：与着重投资个股有关的风险；与着重或避免特定类股，却同样受共同因素影响的风险；与投资股票本身有关的风险。

因此，除了无风险的报酬之外，和报酬的每个成分对应的是风险成分，整体风险的组成分子包括：整体股市风险、类股风险，以及个股因为和大盘相比时，价格行为不确定的风险。

前面解释过，类股和个股风险可以分散，但是，整个证券市场的风险无法分散。图7－1清楚的显示，单一股票的风险主要由个股风险和类股风险构成，但是在一般的投资组合中，这两种风险会降到只占投资人整体风险的一小部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

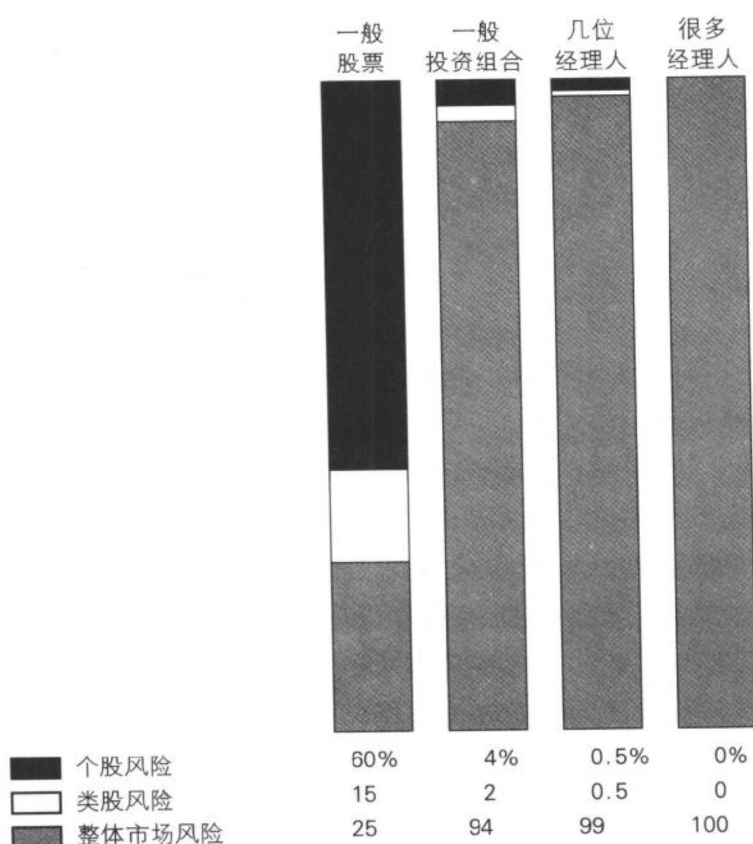


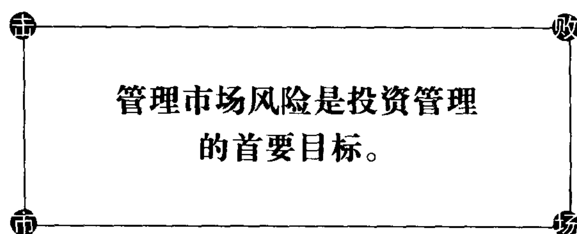
图 7-1 分散投资降低非市场风险的程度图

图中也显示，一般的大型退休基金如果有好几个不同的经理人，分散程度会更高，这种高度分散会把个股和类股风险，进一步降低到只占整体风险的极小一部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在雇用好几位经理人的大型基金中，这种非常分散的现象极为常见，通常每位经理人基于自己“不同”的投资风格，会有特别的选择，但是，彼此间的差异会互相抵消，这种现象引发严肃的问题，就是在市场风险高于一般水准的机构投资中，非常积极的投资管理和被动管理之间的对立。

我们现在知道，在投资管理上，最重要的因素不是如何管理投资报酬率，而是如何管理市场风险。我们所说的管理市场风险，是同时做两件事：一、慎重地决定建立什么水准的市场风险，作为投资组合的基本政策；二、坚持这样选定的市场风险水准。惟有长期基本投资政策经过慎重考虑，确实改变时，市场风险水准应该才可以改变。



市场风险受到控制后，你可以决定是否接受任何个股或类股风险，决定何时接受这种风险，以便得到额外的利润。请注意，虽然投资人最注意这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分的投资管理，但是和选定市场风险水准推动的主要动力相比，这点只是旁枝末节。

管理市场风险是投资管理的首要目标，这点是影响深远的主张，是这一章的核心理念。投资组合得到的投资报酬率来自三方面，依据重要性排列，最重要的一种是投资组合承担或避免市场风险得到的报酬，其次是经历多次市场循环，维持风险水准一贯性得到的报酬，最后一种是利用技巧，经由投资组合的分散投资，消除或尽量降低个股或类股风险，或刻意承担风险，从而得到良好的报酬。

真正投资风险和市场风险的差别在于时间的作用。不错！如果时间短，股票可能有很高的风险，但是，除非你开始投资计划时，正好股市处在十分严重的“高峰”。否则的话，只要时间够长，股票的市场风险会消失，有利的长期报酬率会逐渐显现出来，就像图 7－2 所显示的一样。对投资人而言，投资风险可以依据时间，分成短期风险和长期风险。

短期真正的风险是投资人在市场正好处在低档时，需要卖出，以便筹募现金。这就是为什么以长期而言，股票的风险显然最低，但是，就短期而言，股票的风险显然也最高的原因（如果你不需要卖出，而且不卖，其实你不应该太担心股价的名目波动。股价波动可能很有意思，但是，波动与你的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关系，就像远地的暴风雨或大海中的低潮一样，和你没有多少关系），我们已经看到，长期真正的风险是通货膨胀和过度谨慎。

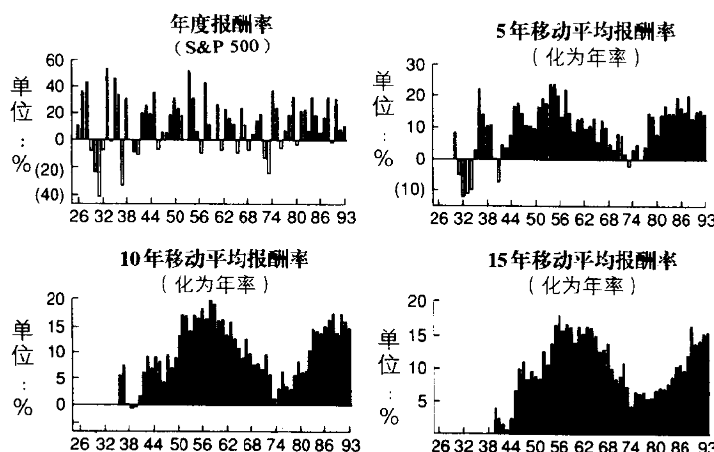


图 7－2　你持有股票的时间愈长，风险愈小，利润愈确定

如果你知道自己的投资会持有一段很长的期间，你就自动地有了自我保险，可以对抗短期行情波动的不确定性，因为只要你一直投资在其中，波动根本没有半点关系。投资人对待短期市场风险，最好的对策是不理会其中的波动，当一位长期投资人。

投资报酬率是由风险带来的，根本不是奋力追求较高投资报酬率带来的副产品，有了这种认识，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会改变投资政策的观念[①]。我们现在知道该重视的不是投资报酬率，而是了解实情之后的风险管理。

---

① 我小时候，以为祖父的时钟分针和时针会向前走，是由钟摆推动的，后来我才知道，抓住分针和时针，控制手所出的力量，可以让分针和时针向前走，对我来说，时钟的观念就再也无法相同了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 建立投资组合

投资管理的本质是艺术还是科学，长久以来，一直是专业投资经理非正式讨论时热门的话题，原因可能是讨论通常都用相当愉快的方式结束，证明投资管理的运作既然不是科学，因此一定是艺术。

任何人观察过天才投资人工作后，都会承认选择个股或类股时的艺术成分，如细致、直觉、复杂和通常相当无法解释的性质等等。杰出的艺术家是这一行中的英雄，菲尔·费雪(Phil Fisher)、约翰·耐夫（John Neff)、彼得·林奇（Peter Lynch)、约翰·谭波顿（John Templeton)、乔治·索罗斯（George Soros)、派克·霍尔(Parker Hall)、沃伦·巴菲特（Warren Buffet）和罗伊·普莱斯（Rowe Price)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等人都是如此。这些人都是罕见的天才型投资人，他们和其他投资天才能够提高投资组合的价值，是靠着发现和抓住别人看不到或后来才看到的机会，对这些投资典范来说，选股的确有艺术存在。

但是，对大多数投资经理而言，投资组合管理既不是艺术，也不是科学，而是很特别的问题，是在一套政策限制下，完全透过个人不精确的滤镜解读，在信息不充分或错误，以致情势相当不确定，或可能性颇高，而且不断变动的世界中，用巧妙而有效的方法，处理或判定达成目标最可靠的方式。

近年信息的流通性颇有进步，现代投资组合理论也有长足发展，虽然这方面确实还极不完美，却可提供一些工具和分析性参考架构，让投资经理和已经比较进步的客户，能够了解和界定投资问题，以便加以管理。（认为投资组合的管理问题可以“解决”，的确是过于天真的想法，只要这些问题能够受到合理的控制和管理，得到令人满意的绩效标准，我们就会很满意了。）

就像第六章所解释的一样，我们现在知道，投资组合的真正挑战，并非如何借着低买高卖，提高投资报酬率，而是如何慎重地接受适当的风险或赌注，管理风险，得到长期可以预见一定会有的较高报酬率。

有效的投资组合管理有个明显的特性，就是消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市 败

有效的投资组合是根据慎重选定的市场风险水准，尽量扩大预期的投资报酬率。

市 场

除和个股或类股有关、我们“无意接受的”风险，以及慎重地接受预期的市场风险。

透过高明的选股，的确可能提高投资组合的价值，但是，个股和债券投资，最好看成是建立精心设计投资组合的素材。这些投资标的可能是好的素材，也可能是不好的素材，但是，就投资组合管理而言，这些素材必须能够让投资经理提高报酬率，或减少风险，或是同时能够达成这两个目标，改善整个投资组合，个别证券才有价值。投资组合管理是投资工程。

在投资组合管理是一种工程挑战的观念中，有效的投资组合是能够消除本可避免和无意接受的风险，并且根据慎重选定的市场风险水准，尽量扩大预期的投资报酬率。有效的投资组合的预期报酬率，高于风险相同的任何其他可行投资组合，风险低于风险相同的任何其他可行投资组合。

建立这种有效的投资组合后，再承受个股或类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股风险就没有道理，除非这种既有风险直接与某种特定机会有关，经过判断，认为值得冒险，以便利用这种机会，争取额外的报酬。

投资组合承受较高的市场风险，也就是投资在波动幅度较大的股票，增加的市场风险和报酬率并不可观，但是，长期而言，冒这种风险得到的利益可能很值得。我们可以建立一种投资组合，接受比全市场平均风险高 20% 的市场风险。远高于这种风险水准的投资组合，又要求足够的分散投资程度，就难以设计；要达成分散程度良好，又提供上述较高水准的市场风险，股市目前的股票数目和种类，根本没有能够达成这个目标所需的选择。

就正常期间和非常长期而言，市场风险高于平均值 20% 的投资组合，预期的“额外”投资报酬率，应该是每年 1.4 个百分点。如果你认为增加 1.4 个百分点很少，请记住，没有很多投资机构，曾经在任何相当长的期间里，达成这种额外增加的年度报酬率！（计算方法如下：1.2×7% 的股票无风险投资报酬率，亦即 1.2×7% − 7%，得到的额外报酬就是 1.4 个百分点。）

到目前为止，我们的讨论专注在股票投资，债券投资组合的管理在细节上不同，但是，主要观念大致相同。

债券像股票一样，也有个别债券风险和整个类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别债券的风险（以下简称个债和类债）。例如，就一整类而言，一个特定产业的公司发行的债券，会因为这个产业的经济面重大变化，而改变价值。具有强制赎回或还债（refunding）特性的债券，会随着相对的市场欢迎程度，出现整类齐涨齐跌的现象。公司债券和政府债券之间的殖利率正常差距（从而造成价格差距）有变化，会造成整个公司债券和政府债券的差价扩大或缩小。

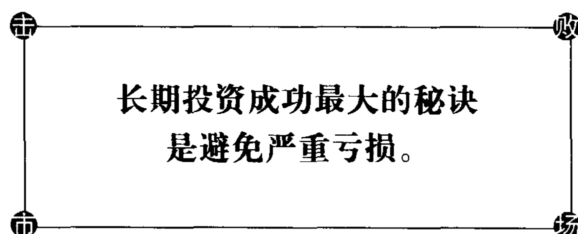
有一点很重要，必须指出，就是债券评估机构发现，他们大部分的评估错误，是评估这种整类债券风险有潜在困难所造成的，不是在同一产业或同一类别的债券时，评估一种特定债券的发行人和其他债券发行人之间，不同发行人的相对风险所造成的。

债券投资组合管理在观念上，一开始是用代表整个债券市场的被动投资组合作为起点。这种基本投资组合会分散到很多档债券中，以便对抗个别债券发行人的信用风险，而且会应用防御性、甚至到期日分散的日程，以便对抗利率的不利变化，投资组合的整体品质和平均到期日，会配合客户对风险的偏好，以及可能的流动性需求，订定一般的到期日。

历史证据显示，债券像股票一样，可以靠着分散投资，大幅消除个别债券的风险，结果由中级到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低级债券构成的投资组合，扣除所有利息或本金无法收回的实际损失后，长期而言，仍然能够提供高于较高级债券的净报酬。因此，投资组合经理人可以靠着专门投资中级到低级债券，把扣除风险后的投资报酬率提高。



债券投资客户建立相当多元的投资组合后，可以慎重考虑，决定是否从基本投资组合中分散投资，并决定如何和何时分散投资，要这样做，有好多个方法可以尝试：

- 预期信用评等改善（或降低）时，买进或卖出个别债券。
- 从价格高于历史平均水准的一类债券，改为投资价格低于历史平均水准的另一类债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 卖出暂时高估的一种债券（原因可能是市场暂时性的缺陷），同时买进一种低估的类似债券（亦即所谓的套利交换）。
- 在预期利率下降时，买进到期日较长的债券（具有免于强行赎回的保障），改变整个投资组合的平均到期日或延续期间。在预期利率上升时，买进到期日较短的债券。

然而，没有什么证据能够证明用了这些方法，就可以持续一贯地大幅改善投资成果，即使是专业的债券经理人也做不到。长期而言，获利和亏损通常会彼此抵消。决定你的整体投资成效的最有利因素，是你要在债券上投资多少钱，或者是要不要投资债券，而不是你投资的是哪些特定债券。

即使大部分投资人认为，自己的投资是活跃、主动和攻击性的投资，实际上，股票和债券投资基本上都是防御性的过程，而且应该如此。长期投资成功最大的秘诀是避免严重亏损。漫长的投资历史中，最悲惨的地方是投资人过于勇猛，或是过度被贪心左右，因而招致严重亏损。

在替客户慎重追求他明智决定和明白表示的目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标时，投资经理人的目的是控制风险，限制或防止意外。投资经理人的基本责任是控制和管理风险，从几百年前发明保险，和帆船时代航运业集中风险账户、共同承担时，就是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　政策何以重要

你应该清楚说明你的长期投资政策，而且要用书面表达，主因是要保护你的投资组合，不致因为特定目的而修改健全的长期政策，这样在短期情势最紧急、最低迷、你的政策陷入最深的疑虑时，也可以协助你固守长期政策。

科技改变了投资，就像全球定位系统科技改变了航行一样。拜科技之赐，投资经理可以在众多可以达成的成果之间，为任何特定的投资组合，达成期望得到“与市场有关”的结果。而且拜投资科技流通之赐，投资人有完整的权利，达成符合期望而且由投资经理承诺的成果。投资科技在长期特别有效。

因此，专业投资经理可以改变做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法，而且确实应该改变，要从短期的“保守审慎”和注重战术性“投资艺术”，变为根据投资人对中期市场风险的忍受程度，透过英国大政治家迪斯累里（Disraeli）所说的“坚定目的”，清清楚楚锁定明确的长期投资政策，持续一贯的达成特定目标。

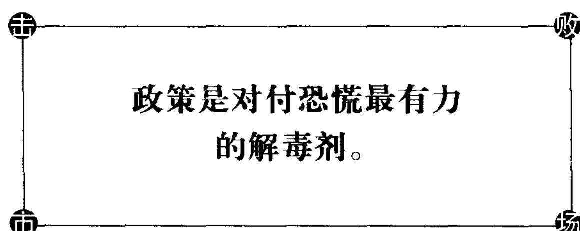
坦白地说，投资人现在可以无牵无挂，专注在投资政策和明智的咨商上，而且应该始终明智、尽心尽力的，担负起做这种工作的责任。

历史教导我们，投资经理和客户都需要别人协助，才能成功地遵守纪律，信守长期承诺。这点表示要自我克制，对于令人惊慌的短期资料，不做不适当的反应，并且不要像乐观派在市场高峰时，或悲观派在市场低迷时，采取认为“明显”、迫切之至的不智行动。简单地说，投资政策是对付恐慌最有力的解毒剂。长期政策对抗极端痛苦的短期资料狂暴攻击时，最好的防卫利器是知识和形诸文字的了解。

投资管理上所犯的小错，几乎全都是因为投资人在事前，对于投资人本身目标的内在范围，或资本市场和投资的外在范围不当的了解，或是对两者都有不当的了解。如果一个重大决定的性质确实可以信赖，这种决定一定不必匆匆做成，匆忙做成的决定绝对不能信赖。

投资政策模模糊糊、不清不楚的情形太常见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了，常常是市场低迷到了罕见的程度，形成了沉重压力，和大家十分容易在错误的时间，根据错误的理由，做出错误决定的时候，匆忙“决定”的。

政策检讨这么匆忙，通常会导致股票价值已经大跌之后，才卖出股票，并且买进下一个股市循环中，资本价值一定不会增加的债券和固定收益投资工具，反之亦然。显然，这样在错误的时候改变投资组合，也就是卖低买高，对于投资组合的长期投资报酬率，可能有很大的伤害。

最近的报酬率一直高于应有的期望时，也可能造成程度相似的伤害，投资人和专业顾问放弃应有的谨慎，大胆提高投资组合的市场风险水准，买进适应力比较差、比较起伏不定的股票。随后如果行情下跌，这种额外的投资组合风险的冲击力量可能加重，使必然会出现的恐慌更趋严重，造成另一回合“低价卖出”先前“高价买进”的股票。

投资人是人，会像其他人一样，在冷静、理性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的分析要求投资人，采取大不相同的行动时，却根据情绪做出决定。讽刺的是，投资人像所有的人一样，最喜欢最不利本身长期利益的涨势，最不喜欢实际上符合他们长期利益的跌势。

虽然在理论上，我们可能可以看出，股价较低最合乎我们的长期利益。我们当中，到底有谁能够诚实地说，自己对于股价和股市上涨不会觉得欢欣鼓舞？即使这样表示现在要付出更高的价格，购买股票，而且以这种价位增加投资，表示我们未来的报酬率会比较低？要是有一家商店，把最有吸引力的产品，用比最近价格便宜一成、两成、甚至三成的折扣拍卖，我们当中有谁能够收起皮夹，离开这家店？我们没有一个人会说："这些东西在打折时，我不想买；我要等到价格回升时才买。"但是，我们的投资行为就是这样，行情下跌，股票掉到"大廉价"的价位时，我们停止买股票，事实上，甚至还恐慌地卖股票。行情上涨时，我们愈来愈热衷买进。就像杰森·茨威格（Jason Zweig）所说的一样："如果我们买股票像买袜子一样东挑西选，我们会有钱多了。"但是我们对股价上涨觉得满意时，我们错了；对股价下跌觉得难过时，我们一样也错了。行情下跌是逢低买进必要的第一步。

这点使我们回到研究并且了解投资与市场的主要原因：保护自己的投资组合不受我们自己伤害，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

击 败 市 场

"如果我们买股票像买袜子一样东挑西选，我们会富有多了。"
——茨威格

就像桑塔雅纳（Santayana）所说的："不能记住过去的人，注定会重蹈覆辙。"

心理学家研究后，发现焦虑和恐惧有四种特性，使人对于想像中的风险，比对实际上应有的情况还担心，这四种特性是规模庞大的后果、个人对焦虑和恐惧缺乏控制或影响力、不熟悉和事情突然发生。结果，我们比较担心空中旅行，比较不担心汽车旅行；实际上，一般的年度里，美国空中旅行一年死亡的人数不到 30 人，受伤的人数不到 350 人，车祸死亡的人数每年达到 3 万人，受伤的人超过 35 万人。

投资组合的价值突然出现可怕的庞大损失，会让大部分投资人深感焦虑，主要原因在于投资人事前没有充分了解，不知道研究和了解股票市场长期历史的人认为，这种事件在预料之中，是正常的事情。

股票的这种跌势十分容易预测，倒不是说发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时机容易预测，而是规模和突发性容易预测。而且可以预见的是，在市场表现最恶劣、最令人焦虑的期间，客户和投资经理会对长期的投资判断，从事特别的“重新评估”，让短期的恐惧压倒长期投资政策冷静的理性。

投资人需要保护自己，以免受不实际的希望和不必要的恐惧左右，股市暴涨或暴跌，会形成情绪性和强迫性的经验，再加上造成这种涨跌的意见推波助澜，会激发不实际的希望，以及不必要的恐惧。

这种情况可想而知，投资人对于投资市场的真正本质缺少充分的信息，容易受惊吓。投资经理实际上却淹没在各式各样的信息中，像书面报告、与企业经理人、经济学家和分析师私下会晤及团体的聚会、电话访问、股票报价、立刻有急迫性的市场交易，以及别人可能有的想法和做法。

过度注意目前和短期内的事情，结果不但产生古斯塔夫·李邦（Gustave LeBon）在他的名著《群众》（The Crowd）一书中，已经淋漓尽致探讨过的“集体思考”错误，也使注意力失焦，未能注意到专家经过仔细研究，发现的短期和长期投资性质的重大差异。

你可以大幅改善你的长期投资组合的报酬率，方法是确定你充分了解投资组合管理所处投资环境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的实际情况。你应该仔细研究过去数十年来的投资报酬率，以及偏离一般状况的形态，应该尽量精通市场这样波动的可能原因，彻底、客观地研究过去，是了解投资和市场基本性质最好的方法，也是最便宜的方法！市场总是让人惊讶，未来也总是如此，但是，如果市场的任何动态让经理人和客户惊讶或震撼，却没有什么道理。

惟有了解投资和资本市场的本质，你才能跳脱目前这种矛盾，也就是很少花精神、或根本不费精神在真正重要的工作上，没有规划出明智而适当的政策，然后谨守这种政策。长期而言，这样做可以达成务实的相关投资目标，并且避免从投资成果上分心的错误，得到优异的投资报酬率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 政策的目的

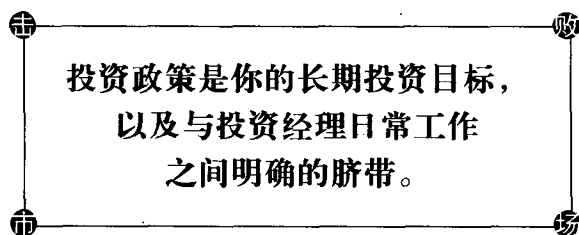
投资政策本身，以及决定前不可或缺的有系统探索过程，就是确立有用的投资方针，切合你的实际目的，并且切合投资和市场的实际状况。这两点是投资的内在和外在领域，设计投资政策时，必须要求在这两个领域中都能运作顺畅。此外，好的投资政策就长期而言，是“正确的”，就市场上一定会碰到的很多短期而言，也应该是正确的。客户和经理人必须坚持投资政策，即使在投资政策让人最难过时，也必须坚持。

投资政策的价值要看其中包含的了解程度而定。首先我们是了解你的目标和忍受风险的程度，在机构投资管理中，这两点应该由客户负责规划，经理人则负有了解的责任，散户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至少应该负责澄清自己的目标，并且最好用文字清楚说明，然后寻找真正能够配合的共同基金。其次是了解投资和市场外在领域，了解这个领域，并且对投资人充分解释，是投资专家的责任。

了解投资政策的两个层面，知道如何把两者紧密配合，是值得深究的谜题。投资政策是你的长期投资目标，以及与投资经理日常工作之间明确的脐带。如果你和投资经理没有细心培养共同的了解，再决定政策，就会用一致、随兴的“专案委员会”的方式决定。就你们对整个实际情况的共同了解而言，你们就会知道哪些特定的资料和事件，对你们共同管理的投资组合有什么意义，或是没有意义。



投资政策的用处有多大，决定因素是看投资目标说得多明确、多严格，也要看为了达成目标所订的政策方针说得多明确、多严格而定。

从现代投资组合理论衍生出新语言，使人相当容易明白订出投资目标和政策，也便于评估投资组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合运作，判定运作是否合乎双方同意的政策。这种语言使真正的投资咨商成为可能，而且应该使每一位投资经理都能够达成完美的绩效——不是像英雄一样击败市场，而是忠实、明智地执行务实的投资政策，达成每一位客户的目标。

投资经理和客户现在可以针对下述重要的政策层面，客观地达成协议：

1. 愿意承受的市场风险水准。
2. 此一风险水准是长久维持，还是可以随着市场变化变动。
3. 是否承受或避免个股风险或类股风险，承受这种风险时，投资组合预期的投资报酬率能够提高多少。

如果你想任用的投资经理，刻意要建立与市场不同的投资组合，那么你必须花时间，弄清楚他要用什么方法，使他的投资组合与大盘不同。（是大量下注在少数几档股票、还是偏爱某一特定类股、或是在他认为股价高估时，大量投资在现金资产上？）也要了解他什么时候要这样做。（是当成长期政策的一部分，持续进行，还是偶尔当成短期战术？）而且最重要的是，要知道他为什么这么有信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心，认为可以靠这些行动，达成比较有利的成果。

在观念上，很容易针对市场风险，制定明确的政策，并且同意用什么方式，使投资组合与完全分散的市场型基金有所区隔，这点在理论上也很有吸引力。但是这种事知易行难，因为投资是一种采样过程，我们在第十一章会更清楚的说明这一点，绩效只能用概率式的名词评估，换句话说，某位投资经理可能达成接近市场水准的风险和报酬率，却永远无法保证一定可以做到这种程度。我们现在有很好的工具，可以评估投资组合，却没有精确的仪器，其中会有所谓采样错误的问题，因为公司和股票的投资特性会变化。（即使我们致力评估这些变化，进行调整，投资经理和客户拿来研究的资料中，也会出现“杂音”。）

为什么要制定良好的投资政策？有两个重要的理由，第一，很多人认为要有一个标准，以便监测专业投资经理。第二个原因似乎同样重要，实际上却更重要，就是要决定你自己真正的长期投资目标是什么。

我们已经知道，要分辨不同投资组合的适当投资目标，最重要的单一因素是时间，说得更明确一点，就是投资组合要依附在时间上，才能坚持执行可以永续维护的投资政策，你以自己的目标和政策为标准，耐心评估投资成果时，也是以时间长度为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准。

在一个充分分散的投资组合中，不应该另外考虑流动性，除非所投资的证券正好配合这个投资组合的时间架构，否则即使是最大的机构性股票投资组合，都可以轻易有效地在一年内卖光，换成现金。

但是，如果投资组合只有一年的运作时间，根本就不应该投资在股票上，应该投资货币市场工具，以免市场行情无法预期的变化侵蚀你的本金。经过深思熟虑设计的投资政策正常运作时，总是自然而然的会有充足的流动性。

在退休基金管理上有一个常见的做法令人困惑，就是维持所谓的流动性准备。一般退休基金有一个基本事实，就是大约在 30 年以上的时间里，每一年都会有提拨款流入，成为多余的现金流动，因此根本不需要流动性准备。最令人关心的是，很多 401（k）计划的年轻投资人虽然离退休还有几十年，投资组合中却保留很多的现金。

本书探讨投资政策时，不涵盖所得需求，因为投资组合的投资报酬率，不能只是因为你想要有多一点钱可以花用，就能够提高。根据投资人每年想用多少钱，决定投资组合的投资目标是很奇怪的事情。有时候，这种想法会出现在退休基金中，并且列出精算过的投资报酬率，作为投资方针。有时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，这种想法会出现在大学校长身上，他们会坚持要求从校产基金中，得到较高的收益，以便弥补校务运作上的赤字。有时候，个人基金的所有人会要求基金提供收益，以便过比较奢侈的生活。不管是哪一种情形，这样做都没有道理。花钱的决定不但不应该影响投资决定，反而应该正好相反，花钱的决定大部分应该受投资成果规范，投资成果则是遵守投资政策而来。

投资政策应该与投资运作分开，因为这是两种不同的责任。然而一般说来，大家都将投资政策和投资组合的运作管理这两种责任，“授权”给专业投资经理。投资政策是界定问题，投资组合的运作是解决问题，两者混为一谈，并且授权给投资经理，并不是妥当的做法。

塑造长期投资政策时，应该清楚明白的和投资组合管理的运作责任分开，只有投资组合的政策塑造和运作管理区分开，投资管理这两种不同层次的权责才能确立。

投资组合操作显然是投资经理的责任，但是，制定政策是你的事情。两件事当然不会各自孤立，互不相干。客观的评估操作绩效时，会以特定的政策意向做基础，以便确保操作符合政策，投资政策也要根据投资组合的长期投资报酬率，做客观的评估，以便确保政策相当务实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你经过深思熟虑，确立了投资政策，你就拥有一个重要的优势，你可以根据投资经理是否符合能够达成长期政策目标的政策，来评估他们。区隔投资政策（这是你的责任）和投资组合操作（这是投资经理的责任），是管理经理人最基本的第一步。如果你规定投资经理全心全力放在“如何”上面，你自己专注“什么”，你就可以防止他们偏重目前市场状况的天性，不致破坏你投资组合的长期政策，投资经理和你这个投资人相比，时间架构通常比较短，而且短多了，你应该了解这一点，并且坚持你的时间架构优先。

你配合市场结构、时间架构和风险偏好，建立务实的投资目标后，下一步是应该制定投资政策，以便在追求这些明确的目标时遵循。

衡量和评估投资人与专业投资经理的操作绩效时，应该直接比较这些明确的投资政策，而且只能比较这些明确的政策。

例如，评估成长股投资组合的操作绩效时（或评估公用事业股、外国股票或高收益股票的操作绩效），拿来和整个市场的平均值比较，就不公平，而且会造成误导，因为这样是把应该分开检讨的政策和操作混为一谈。换句话说，要评断成长股投资组合的投资绩效时，应该和成长股指数或成长股投资组合比较。同样的，要评估公用事业股投资经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理，应该只能用公用事业股的投资机会来评断，就像评估日本股票投资组合的投资经理时，应该只能拿日本市场来比较，不能与英国、香港或美国市场相比一样。

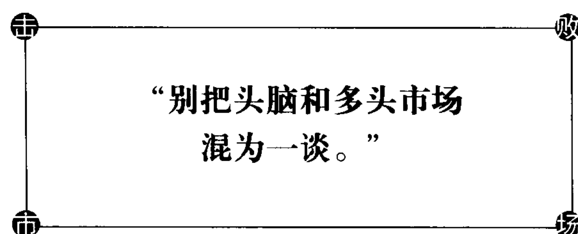
另一方面，评断成长股的投资政策时（评断公用事业股或日本股票也一样），应该拿成长股投资组合的优异表现（或公用事业股或日本股票的优异绩效），和其他类别的股票和整个大盘相比，比较期间必须相当长。

我们经常发现，在整个市场中，“成长股”专家或“小型股”专家专精的股票受欢迎或失宠时，这些专家会备受推崇，或是备受嘲笑，两种情形都一样不公平。而且在某些情况下，投资经理被人评断为绩效“优异”时，实际上的绩效却不好，因为如果他更小心的遵循有效的投资政策，应该会得到更高的投资报酬率。有一句古老的谚语说得好，“别把头脑跟多头市场混为一谈。”

就像操作绩效可以拿政策来评估一样，政策也可以拿绩效来评估。如果投资经理没有达成期望的投资成果，应该继续任用这位投资经理、改变投资政策吗？原因可能是目标太高，可能是政策有太多的限制，妨碍投资经理追求目标。其中的重点是如果我们深入思考这种经验的真正意义，我们可以从中学到教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的需要、目标、市场经验和投资政策可能经常必须有系统地彻底检讨，每隔两三年检讨一次，可能最适当。评断政策时，检讨实际成果可能小有用处，但是，与彻底检讨投资政策有关的信息，大部分都不会来自特定的投资组合，而是来自针对投资市场的主要类别，进行比较完整、比较相关、期间很长的分析。



在投资领域中，现在已经有一些科技，可以确认特定投资组合在市场上的定位，就像全球定位系统科技出现后，航行家可以确切知道自己在世界任何地方的实际位置，差距不超过一米一样。因此投资人有一个“预警空间”，可以预防市场的不确定因素，坚持长期承诺，得到长期利益。

如果发现政策不适当，应该改变政策，订出明确的新政策。如果专业投资经理的操作绩效不能够符合政策，应该更换经理人，即使经理人偏离明订的政策，得到的投资报酬率比遵循明确政策时还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高，也应该换人。（当然！能力不足的投资经理也应该更换，但是要做这种决定容易多了。）

以下是检讨投资政策时的几个要点：

1. 政策是否经过精心设计，符合你真正的需要和目标？
2. 政策是否极为清楚、明确的写出来，只要能力足够，连陌生人都能遵循你的意愿，管理这个投资组合？
3. 从过去五六十年资本市场实际经验状况来看，凡俗之见遭到最强有力的反对，过去15年尤其如此，因此，你是否仍然能够继续坚持这些政策？
4. 即使投资人或专业投资经理每天面对强大的压力，是否能够在和上述情况相同的期间内，始终坚持这种政策？
5. 忠实执行政策后，是否能够达成你的目标？

健全的投资政策应该符合上述所有检讨，你的政策也是这样吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章 绩效评比

如果你能够抓住下述观念，就会了解你真正需要知道的投资绩效统计所有最重要的特性。

如果很多人参与投币竞赛，你可以非常有信心的预测两种结果：

1. 在非常长期之后，大部分投币的人会获得大约一半的正面、一半的反面。
2. 然而，在短期到中期间，有些投钱币的人掷出正面的几率看来会高于平均值，很少数人掷出正面的机会似乎远高于平均值。

如果我们检查记录，每个人掷钱币的资料一定清楚而客观，但是，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们很清楚，不至于认为在掷钱币上，过去的结果是预测未来结果良好的依据，每个人掷钱币的情形迟早会变得愈来愈平均。统计学家将这种有力却常见的现象，叫做回归平均数。

绩效评比在最需要时最没有用，在最不需要时则可能最有用，本章要解释为何如此。

专业投资经理得到的自由裁量权愈来愈多，要他们偏离市场型基金，承受愈来愈多不同种类的风险，如市场风险、类股风险和个股风险等等，要判定在任何一段特定期间内，一个投资组合的投资绩效当中，有多少是来自技巧、多少来自运气，变得愈来愈困难。

绩效资料如果具有足够的时效，能够和经理人的实际操作有多好、是否更换经理人的实际决定扯得上关系，这种资料不是根据数量太小的样本，就是期间太短，无法提供足够的信息，进行精确的决定。期间比较长的成果精确性较高，时效性却不够，不能和判定经理人绩效多好的即时决定扯上关系，除非这些统计是一面倒的偏向好或不好。

至少在短期内，投资组合的绩效评比，在意义和表面上说的不同。绩效评比公司报告的不是“成果”，而是统计。这些统计是从最不寻常的持续程序中，一期一期随机取样得到的样本，也就是在庞大、蓬勃发展、不断变化、又经常扰攘纷纷、自由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争的资本市场中，从复杂又变动不断的证券投资组合的管理程序中采样。投资组合中的股票和债券经常变化，企业和他们经营的业务总是变化多端，最可能影响证券价格的因素如恐惧、贪心、通货膨胀、政治、经济消息、企业获利、投资人的期望等等，总是变动不断。

只要投资组合没有变现，这种多方面的变化力量会持续发生作用，修正投资组合的价值。除非这个程序停顿，而且最后投资组合出清变现，否则不会有真正的“成果”。在投资管理和掷钱币之类极常观察到的长期时间系列的程序中，关键事实是回归平均数。经理人近期投资绩效出色，似乎是证明自己高人一等，在不久的未来，却经常创造低于平均值的成果，当然并非总是如此，但是这种情形太常见了。为什么？从表面上看，绩效很优异，但是，其中的一大部分，通常不是因为经理人拥有高明的技巧，能够继续创造优异成果，而是因为这位经理人把资金投入投资报酬率高于平均值的市场部门，或是因为他的运气特别好。然而如果趋势转变，这个市场部门的表现会压抑这位经理人，投资经理的成果这么经常回归平均数，这是原因之一。另一个原因是这一行中，精通本行工作的专业经理人这么多，要击败群众很难，因为群众中充满了专家，这些专家都非常努力，总是学习如何做得更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好，而且整体来说，这些专家的操作都非常好。

长期绩效资料也会有适者生存的偏差，还有新设公司的偏差，原因如下：会创设新投资管理公司的经理人，通常都是近年表现很优异的人，而且经常是在前任雇主那里，有过优异的表现。能够持续表现优异成绩的公司，通常能够争取到更多的客户，成绩最差的公司会结束营业。（任何领域都是一样，就像医生会隐藏自己的错误。）因此，今天在执行业务的一般经理人，表现会优于25年或50年前的一般经理人。而且广告会宣传“记录最好的”经理人，以致投资人最常听到的，都是到目前为止最成功的经理人。

是否要花40年、60年或80年的期间，判定特定投资组合得到的额外投资报酬率是来自运气，还是来自技巧，统计学家本身就争论不休。这当然是学术性的辩论，因为几乎没有一位投资经理，拥有可以追溯40年或60年的可靠绩效资料。此外，等到有了足够的绩效资料，投资人可以根据结论采取行动时，最适合行动的时机早已过去。

每位投资经理的实际绩效像市场的平均报酬率一样，是以平均值或年度平均报酬率为中心的常态分配为准，因此所采取的资料，要了解和说明投资目标和绩效评比时，必须从平均投资报酬率和常态分配的观点来看。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　绩效评比

承认绩效评比是统计资料，会促成大家了解每一项资料都像任何系列的统计一样，不能视为正确的数字，只是正确数字的近似值。

对于使用绩效评比的人而言，大问题是分辨三种混合为一的整体绩效资料，其实是很不相同的因素。第一个因素是“采样错误”，也就是统计不能精确等于事实的可能性，任何样本都会有不精确或不确定的地方。在投资绩效的资料中，采样错误是指一个特定投资组合，在一个特定期间，采样和经理人的绩效相比，准确或有偏差的程度。

第二个因素是在评比期间，市场状况可能有利或不利特定投资经理人的投资方式。例如，过去几十年来，小型股的投资人有过非常有利的市场环境，也有过相当不利的市场环境，因此在某些年里，他们的表现胜过实际能力，而在其他年度，表现却不如实际上应有的程度。这就是为什么评比大多数投资经理时，至少要评比一整个市场上涨和下跌循环的原因。

第三个因素是投资经理的技巧——或欠缺技巧，这点是很多客户和经理人最希望评比的部分。但是，此处有一个困难，在很短的期间内，采样错误对评比结果的影响，远比经理人的技巧大多了。

简单地说，拿一位投资经理的绩效，和市场风险水准相同、又相当分散的另一个投资组合相比，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

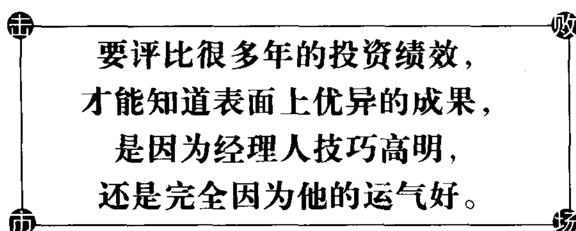
大部分期间内，预期投资报酬率的差距都在2%之内，这点根本不足为奇。前面已经指出，想知道表面上优异的成果是因为经理人技巧高明，还是完全因为他的运气好，必须评比很多年的投资绩效。等你得到足够的资料，能够判定经理人到底是真的技术高超，或者只是运气很好时，你们两个当中，很可能至少有一个人已经老死了。

绩效五等分	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	10年平均值
第一等	19.8	4.7	16.0	25.3	-0.2	39.6	8.5	17.4	-0.1	33.0	15.7
第二等	19.7	5.3	16.4	25.8	-1.6	34.3	9.6	15.1	0.0	35.1	15.3
第三等	18.5	4.4	16.7	28.8	-3.4	32.2	9.5	13.1	0.4	34.2	14.8
第四等	17.5	4.8	18.7	30.3	-2.1	30.9	10.3	11.2	0.3	33.9	14.9
第五等	16.6	6.2	20.8	33.1	-6.1	34.0	10.1	10.9	1.1	31.7	15.1

图11-1 以去年报酬率为准，次年经理人年度报酬率中位数

图11-1显示回归平均数在投资方面的力量，图中把经理人的绩效分为五等，取排名在中位数的经理人为基准，每一列显示他们在某一年的投资绩效，下一列是他们在下一年所得到的平均投资报酬率，最后一列显示10年的累积平均投资报酬率。即使稍微看看各年度的投资绩效，尤其是看最后一栏的10年平均绩效，都显示过去的绩效不能预测未来的绩效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



仔细看看这些资料，你很快就知道看不出什么名堂，其中没有形态存在。就像福尔摩斯故事里那只不叫的狗一样，这种没有形态的情况就是形态。这好比桃乐丝·派克有一次反对到某一个城市访问的说法一样："那里没有东西。"

在目前的股票和债券市场上，大部分买卖都是由专业人士进行，在统计学家眼里，这种情况正是公开、公平的价格机制，对业余人士而言，这种情况可能非常难以参与，但是，在统计上仍然很公平。

因此在很长的期间内，预期大多数专业投资人得到的平均投资报酬率，应该接近标准普尔 500 种股价指数之类的市场指数，再减掉每年至少 1% 的操作成本，作为顾问费用、交易手续费和保管银行的费用。专业人士的绩效应该落后大盘（第一章已经解释过），而且投资绩效的研究始终显示，情况确实是这样。由专业人士管理的基金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资报酬率通常等于大盘减掉费用的报酬率。

投资经理和客户有一个重大问题，就是同类的投资经理，用同样的投资政策，管理投资组合时，会产生相当不一致的绩效。按理说，他们的成果应该相同，但是其中却有很大的差别。投资经理绩效这么不一致，在品质管制上是一个重要的问题。

对你来说，决定如何解读成果是关键问题，如果绩效低于平均值的经理人向你保证，下一个期间的绩效一定会反转回升，你应该接受他的保证，继续投资他的基金？还是应该拒绝他的保证，认定这位经理人已经“失控”，终止你和他的关系？

有一点很确定，你应该坚持这位经理人充分揭露他所有投资组合的绩效，以便得到他的整体绩效的良好样本，不应该用单一的样本，也就是根据你自己的投资组合，推断专业经理人的整体绩效。

信息是具有目的的资料，因为只有在建立一个明确有效的标准时，绩效评比才有用。而且例行性评比投资组合的绩效时，必须判定目前的操作是否忠实符合长期政策。

评估成果时，不能运用绩效评比资料，这样做也不会有用。“这一季的投资报酬率是多少？”这种问题，只有近似的答案，而且除非成果很极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

端，否则这种近似值没有用处。然而，从绩效评比中，可以得到与投资过程有关的有用信息，如果经理人操作组合，一直不符合双方同意的政策和投资经理的任务，目前的投资绩效是高于（你很幸运）或低于（你很不幸）忠实遵守政策时，预期得到的成果，其实并不重要，不管是哪一种情形，真正重要的是投资组合和投资经理已经失控，这种缺乏控制的情形，早晚会以亏损的形式表现出来，变成缺少控制和无法收回的亏损。

管理经理人时，你不可能拿短期或中期的绩效评比做基准，也就是你不可能根据“成果”来管理，因此对客户和投资经理而言，建立和维持明智的长期投资政策十分重要。

绩效评比还有其他实际的问题，用来评估一个投资组合是否“合乎政策”时，尤其有问题。

首先，评估个股和类股风险时，是根据最便于得到的资料，也就是根据股票过去的行为，评估未来可能出现的价格走势。估计未来的形态时，过来的形态固然常常是最容易得到的指引，未来却一定和过去大不相同。

其次，“市场”和特定个股或投资组合的关系并非固定不变，关系会变化不定，因此估计个股或类股目前或未来行为时，过去并不是完美而可靠的依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，长期而言，如果是传统产业中的大公司，这种关系的“变动”量会减少，如果是小公司或不很成功的公司，尤其是属于产业变化快速的公司，变动会比较大。

第四，即使用最严格的统计方式，说明个股或类股，仍然是用统计上的或然率所做的估计和描述，暗示了解实际经验会根据预期平均数分配。

第五，只有一两个决定，会对投资组合绩效有重大影响，造成重大的差别，可能是高明的技巧，可能是好运，也可能两者都有①。专业投资经理会承认：他们的某一个投资组合绩效远超过另一个投资组合，原因只是执行策略性决定，大量投资一种类股时，第一个投资组合的股票表现优异，另一个投资组合的股票表现差劲而已。

第六个问题最重要，这个问题就是“期末挂帅”，在投资人或专业投资经理的绩效报告中，最重要的因素不是他们的技巧，而是选择绩效评比的起讫日，情形几乎总是如此。投资绩效图表中，很多最让人心动的“惊人”绩效，如果扣掉评估期间开始或结束的一年，就会变得相当平凡。

---

① 美国研究发展基金（American Research and Development）是典型的例子，这家创业投资基金几乎是无心插柳，投资了DEC电脑公司，因而极为成功，有了这笔投资，这家创投基金的绩效远超过大盘指数，如果不是这样，这家基金在存续的20年内，绩效会低于大盘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　绩效评比

愈来愈多投资人（和专业投资经理人），现在有相当正确的体认，不满意传统的投资绩效评比方式。传统的评比方式是把自己的投资组合，和一群规模类似的其他投资组合放在一起，比较彼此的投资绩效，即使这些投资组合的长期投资政策不见得相同，也放在一起评比。要判断一个投资组合的操作绩效，应该只能比较这个投资组合是否坚持政策，以及在这种政策下，应该可以合理预期的成果。

要判断一个投资组合的成果，应该顶多只能与订出类似市场风险水准的基金相比。评比绩效的重要标准之一，应该是投资经理是否依据投资政策声明所规定的水准，维持这个投资组合的市场风险？

此外，比较一个投资组合的成果时，应该与具有类似任务的其他投资组合相比，是比较公平方法，才能够包含比较多的信息：例如，成长股投资组合和成长股投资组合比较、保守的股票投资组合和保守的股票投资组合相比、小型股投资组合和小型股投资组合比较。

同理，比较股票投资组合的绩效时，应该根据可用来投资股票的总资产做比较，不能只根据投资在股票上的资产，而不包括现金部位。债券投资组合也适用相同的原则，应该把现金准备算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进去，不应该扣除（和完全投资的投资组合相比，运用现金准备是否有益或有害投资绩效，应该可以另外检讨）。

对于典型的绩效评比，深思熟虑的投资专家最大的困扰之一，是成效良好的差劲决定，很受不知情的客户欢迎，成果暂时不佳的良好决定，却可能失去客户。高于预期和低于预期的实际成果是一样的东西，都偏离了预期达成的成果（一艘船在目标的西边10里，和在目标的东边10里，一样都是偏离航道）。对投资人来说，较高的投资报酬率当然胜过较低的报酬率。但是，两种情形都是“偏离”目标，投资人不应该把运气好（或运气差）与经理人的技巧混为一谈。

比较不同投资组合的成果时，应该用具有类似任务的投资组合相比，例如，成长型的投资组合互相比较，小型股投资组合互相比较。

更常见因而更严重的问题是客户选择经理人时，有一种形态，就是在经理人正巧碰到“合胃口的市场”，客户却认为他们拥有特别的技巧和天才，其实在市场环境变化后，这些东西不可能继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续维持。

例如，一位“成长型”投资组合的经理人绩效可能超过其他成长型组合的经理人，却碰到若干客户解约，原因完全是因为当时价值股的表现特别好，以致他的成果低于“价值型”投资组合同期的成果。

绩效评比最后的问题是容易造成错误，刺激不利的想法和行为，使你分心，变成注重短期操作成果，偏离长期政策。评比程序几乎一定会影响接受评比的现象，就像物理学家海森柏格（Heisenberg）多年前阐释他的“不确定原则”（Principle of Indeterminacy）的说法一样。投资报酬率通常用小数两位的形式，报告一个已知期间的绩效，听来几乎精确得无微不至，例如，“到 6 月 30 日止的 12 个月内，甲经理人的投资报酬率是 27.53%。”这种说法表面上很精确，使绩效数字有种不该有的合理性，因为事实上，这些数字只是投资报酬率的采样，不是评比。（要真正的精确，说明应该修正为：“这位经理人极少数的客户，就是在去年 7 月 1 日开户，今年 6 月 30 日出清，其他时间内，投资资金不增不减的人，赚了 27.53%，这位经理人其他客户的获利比率不是较高、就是较低，有的高很多、有的低很多，此外，经理人这段期间的绩效在预测他未来绩效上，几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎毫无价值。”）

绩效评比用这么精确的字眼，说明最近的短期报酬率，会使我们得意忘形，相信短期具有意义，而且长期也会和短期一样。人性中有一种强烈的倾向，会认为这种现象是根据时段所做的评比，让评比的时段主宰实际上应该用的时间架构。短期思考是投资长期成功的大敌。

由于绩效评比的方式经常决定经理人的报酬，甚至决定他的整个操作方法，你应该确定自己和投资经理在评估时，评估的东西是正确的。

劣币驱逐良币的情形很容易出现，投资经理会和投资人一样，沉迷于短期绩效，以致忘了用心关切比较长期的政策目标。（就像我们刚才讨论的一样，每季绩效其实无法“评比”，因为采用的样本数太小，不能提供有用的信息。）这点很容易造成持续调整长期政策，以便改善短期绩效，因而会在一段期间报酬率差劲，应该提高投资组合的风险水准时，降低风险水准，在一段期间报酬率优异，应该降低投资组合的风险水准，或至少维持既有的风险时，却提高风险水准。这两种做法显然都不利于创造良好的绩效，短期绩效是手段，长期政策是目的，手段不应该主导目的。

如果要改变风险水准，反方向的改变还比较有道理，亦即在近期表现优异后，降低风险，最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近绩效不好时，提高风险。当然，对投资人和专业投资经理来说，要采取这种违反直觉的做法很难。

为什么要评比投资绩效？主要原因是改善投资人和投资经理之间的沟通，绩效评比的目的不是提供答案，而是找出投资人和经理人应该共同探讨的问题，以便双方都深切了解什么有助于投资绩效，什么妨碍投资绩效。要问的问题就像小孩爱问的连串问题：为什么？为什么？为什么？

投资人和投资经理要有良好的沟通，关键的信息是投资组合是否根据双方同意的政策，尤其是市场风险政策，和经理人擅长投资型的政策。这两种政策参数的影响应该定期评估和报告，比较好的共同基金会这样做。

投资绩效资料有个最有效、最有告知功能的用处，就是判定经理人是否遵守承诺，达成投资人期望他完成的任务，而不是判定经理人的投资组合绩效是高是低。价值型股票经理人和价值型股票相比，应该创造良好的成绩，成长型经理人和成长股比较，应该创造佳绩。

其中的关键观念是这种样的：和任何合乎实际的期望相比，只要有意外和无法解释的偏离，就是绩效不佳（一个共同基金“合乎实际的期望”，用一个有意义的近似说法来解释，就是投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标相同的其他基金的平均绩效）。严重偏离，又无法解释，就是绩效很差。所有利用品质管制统计技术的人都知道①，无论是高于预期或低于预期的偏离，其实没有差别。的确，投资人认为比较高的投资报酬率比较好，长期而言，这样当然好。但是，短期而言，高于预期或低于预期的偏离，显示经理人偏离任务，偏离通常表示失去控制②，最后的结果很可能令人很不愉快。

“绩效评比”的最后部分显然跟品质有关，经理人对自己的决策解释是否很有道理？经理人的表现是否符合承诺，是否做了他“在广告中宣传”的决定？经理人的行动是否符合他在上次会晤时的说法？经理人改变投资组合的结构时，他的解释是否很有道理？身为利害相关又有头脑的客户，你和经理人的讨论愈多，你对经理人的能力、知识和判断的信心是增加，还是降低？

投资人对这些“软性”的品质因素应该真正的重视，因为情况一再显示，这是真正问题开始出现的最好信号，早在问题明朗化，表现在“硬性”的品质资料之前，就出现了。

---

① 戴明和朱兰运用统计技术，分析计划和意图是否一贯、是否符合，协助制造商获得优异的产品品质，因而功成名就。

② 投资人可以想想驾驶时的情况，如果你计划再过一英里右转，你偏右离开路面，跟偏左离开路面，失控的程度一样严重，投资绩效也是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更重要的是，在专业经理人正巧暂时在市场上不顺手，绩效的数字令人失望时，能够在品质方面，表现得很有道理，精明的投资人仍然会跟着这种经理人，后来的绩效经常让经理人和客户大有收获。事实上，客户选择经理人有一个良好的检测标准，就是如果经理人虽然努力执行，却因为投资风格暂时不流行，以致绩效低于大盘，但是，客户仍然高兴的大量增加投资，让这位经理人操作，因为客户体认到，流行的投资风格有利这位经理人时，他的绩效会超过大盘指数，这点是回归平均数有利的一面，因此为什么不利用这一点？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　管理经理人

对现有关系很满意的投资经理和客户很少，这是他们本身的错。客户或经理人都很少用心，设计和培养真正成功的关系。虽然我们很容易指责经理人，说他们在这方面没有采取更主动的做法，其实客户应该负主要的责任，而且这点始终都是客户的责任。

有好客户才有好公司，投资经理的客户可以从3个方向着手，帮投资经理大忙：坚守双方同意遵守的明确任务；坦诚探讨不满和不确定之处；耐心对待投资经理一定会有的人性，在他不快乐和失望时鼓励他，在他觉得满足和自我肯定时警告他。

客户要和投资经理发展出良好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的工作关系，原因有很多。第一，就像第一章所讨论的，客户知道（或确实应该知道）自己的投资目标中，有什么不寻常和重要的东西。客户有责任把这种知识，灌注在长期目标和投资政策的形成过程中。

第二，投资经理对日常投资操作的繁重细节沉迷之至，因此如果没有人协助他们，很难让人相信他们会有时间和兴趣，彻底思考每一位客户的特殊情况，独力为每个人发展出合理的个别政策。

第三，大部分投资关系，真正需要的是加强经理人的管理，而不是加强投资的管理。在企业经理人、基金会受托人和设立信托，又有一般管理经验和训练的人当中，要找到有这种技巧的人，比在投资管理专家之中容易多了。

终于，成功塑造出目的明确的关系后，受惠最多的是客户。经理人可能失去客户，但他最大的风险是失去管理费用，客户最大的风险至少是整个投资组合的健全程度受到危害。

一位投资人应该运用多少位投资经理？如果是利用共同基金，一位投资人在一家庞大的基金公司里，通常可以找到很多种不同的投资风格或观念。大公司销售的所有基金都会具有机构的可靠性，会有相同的专业标准、合理的费用和投资人服务。这就是找一两家基金公司，只要你认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的长期投资绩效、营业价值观和做法值得尊敬，你就可以只投资这一两家公司的原因。

如果你有疑虑，可以请教公司内主管退休金事宜的经理人或会计师，了解在极长期投资方面，有哪几家机构最受他们肯定，再写信要他们旗下所有基金和机构的说明，仔细研究这些信息，再做最后的选择，有纪律的做出决定，决心做很长时间的投资。

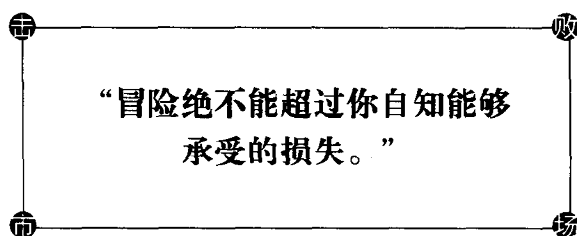
如何成为好客户？以下有几点建议。第一，从了解自己、了解你的机构、投资目标和真正的耐力开始，你应该检讨自己忍受投资失利的能力。这要从三方面来看，例如，知道自己有没有能力应付一季一季的波动是一回事，这种每季的波动通常相当小，而且很快会反转。吸收和接受整个空头市场的能力是另一回事，尤其是时间很长、跌幅比正常情形严重的空头市场。例如，你要问问自己，如果股票价值损失 37%，你会有什么感受？1973 年到 1974 年间，股价的跌幅就是这么可观，在这两个可怕的年头里，1000 美元萎缩成 630 美元。

市场历史家安详的坐在摇椅上，可以看出最后“市场会怎么变化”，你不能从这种观点检讨自己，而是应该很小心的思考，如果你经历最严重的空头市场，下一步无法预知，甚至可能更糟时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会有什么感受和反应。这样坦诚的自我批评，会协助你判定自己真正的投资持久力。

在判定对忍受痛苦的能力和投资持久力后，你就会有个依据，可以订出自己能够承受的市场风险水准。不要过度投资，了解自己的内心状况，不要超过自己的限制内，就像家父的建议一样："冒险绝不能超过你自知能够承受的损失。"



第二，学着了解投资市场的外在状况，不要期望投资经理能够交出超过他们能力的成绩，如果你坚持要有"击败市场"的绩效，你会找到愿意做这种承诺的经理人，但是他们能够信守诺言吗？

第三，选择经理人时，要找有能力完成你交付他们的任务、了解而且接受任务的人，这样你和他会真正的乐在合作中。

最后，要经常奋力规范自己，坚持信心，信守稳定的长期计划，尝试遵守凯撒的建议："不要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烦忧小事！"

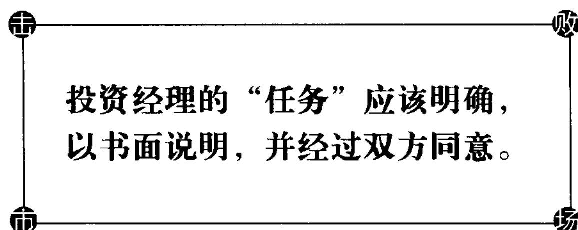
经理人和客户互利的关系之中有些主要特征，要说明这些并不难。第一，设计这种关系时，应该以长久维持关系为目的，换经理人代价高昂，对经理人和客户都有害，而且通常是在发生一系列不愉快的误解和错误，导致普遍的不信任之后，才会换经理人。

就像在任何有益的业务关系中一样，双方的责任和了解都应该清楚、务实。投资经理的"任务"更应该要明确，而且要以书面说明，并经过双方同意，任务应该在经理人能力可以达成的范围内，应该足以满足你合理而知情的期望。如果不能符合这些标准，客户应该和投资经理一起讨论，直到协议出真正符合上述三点要求的任务声明为止。

第二，在每季或每半年一次的会议中，这种关系通常是会议的重点，开会的目的是要促进投资经理和客户的合作。每次开会前，客户应该准备会议议程，经理人通常要提供所有相关的文件，双方都要有充足的时间，慎重的做好准备（此处刻意强调相关文件，因为要让会议充满细微琐事，以致忽略了中心议题，并不需要多少头脑）。

每次会议开始时，应该慎重检讨投资经理的任务，看看目标或政策是否需要修正，这种任务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是经过双方同意，要在投资组合中运用的投资政策，是双方期望完成的长期目标。如果客户和经理人都没有提出修正的建议，双方应该明确的重申这个任务声明；如果客户或经理人建议改变，事前应该准备和分发有关的建议和理由，作为会议的预备文件，以便所有与会的人都能够研究和彻底思考提议中的改变。这是会议中最重要的部分，当然不应该突如其来。

讨论特定的投资组合操作状况，亦即讨论特定证券的买卖，应该当成例外，而且应该简短。这种讨论不应该成为会议中“有趣”的部分。客户不应该接受经过渲染的股票操作故事，也不该接受特定个股的简短评估，这些东西很有趣，却只是娱乐而已。相反的，会议的这部分时间直截了当的，用来证实经理人确实理智、忠实的遵循双方同意的政策。操作的检讨就像成功的身体检查一样，应该彻底、迅速，检查结束一定能够保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证“正如预期，一切安好”。

用在检讨操作状况和重申投资经理任务的时间，应该顶多只有 10 分钟，剩下的会议时间通常还有半小时，最好用来彻底、详细的讨论对客户和经理人都重要的任何议题。

由客户主导，坦诚检讨客户的整个财务状况，以及投资组合所处的架构，应该是会议的主要议题，这种检讨每年至少要有一次。

同样的，对机构投资人来说，投资经理通常宜于将其中一次会议，用来讨论自己所属公司的专业和业务发展，特别强调自己所属的投资管理公司，在长期业务、专业政策和承诺之类的事项，以及客户对于这家公司的重要性。投资经理用书面说明他所想要的客户和他所提供的服务，对散户可能很有用。

会议的其他时间也可以用来讨论重大的经济发展、投资组合的重大承诺、经济情势的变化或特定产业的投资吸引力。探讨这些议题有个重要目的，可以让客户深入了解投资经理的思考过程。

这种会议应该不能像几乎所有的会议那样，走马看花般地浏览投资领域中的各种事项，例如肤浅的评论经济展望和最近的利率变化，评估投资组合中类股权数的微小改变、草草说明债券投资组合中投资等级的适度变化，以及特殊决策的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些有趣内幕等等。

这种讨论可能很容易就变质，成为肤浅的当前情势“说明”，没有真正深入探讨任何重大决定，就把全部的会议时间用完，以致不能认真探讨对双方关系和投资组合可能有长久重要性的问题。

每次会议应该准备一份大约3～5页的书面摘要，在会议结束后分发，作为未来的参考。各次会议由客户和投资经理轮流主导，轮流做摘要说明，或许是个好主意。

会议的时间不应该拿来做简报，让客户的投资委员会新成员进入状况，这种了解现状的简报应该另外举行，例如可以在会议当天提早进行。如果以前的每次会议都有完善的会议记录，这种简报可以迅速、可靠的结束，让每一个人都受益。

投资委员会具有3种功能，经验显示，3种功能小心分开执行时，效果最好，这3种功能分述如下：

1. 为整个基金决定极长期的投资政策，重点在于注重长期的资产组合、风险等要素，再做出慎重、明确的判断，以书面记录下来，说明在资本市场上，哪些东西“适合”这个基金长期投资。

2. 把整个投资组合的整体投资政策，分成特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的几种任务，交给特定的投资经理负责，以便每位经理人都有经过双方同意的明确标准，都有“正常”的投资组合，知道在不同的市场情况下，双方同意和期望的投资成果是什么。

3. 评估每位投资经理各期的绩效，判定每位经理人达成特定任务的效率。

决策会议的议程应该配合上述3种功能：

1. 资产配置是否“适合”这个基金，并且适于很长期间的投资？(换句话说，近期是否有迫切的理由，必须改变先前“适合”的长期政策，改用“适合”的新长期政策？)

   由于退休金计划、校产基金的需要，甚至一般散户的状况或资本市场本质，通常都是逐渐改变，因此决定改变投资政策的情形很少出现。投资政策可能每年可以慎重检讨一次，但只有投资人的需要出现重大变化时，才应该谨慎的检讨投资政策。

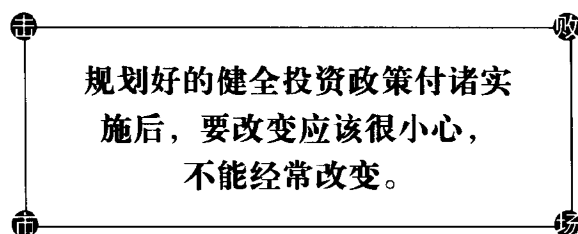
2. 整体投资政策做了健全和长期适用的调整后，交付给特定经理人的任务难道不该改变？这一点情况还是一样，亦即不太可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改变，而且不应该经常改变。

3. 以双方同意的标准为基础，比较投资经理的绩效后，或委员会对每位经理人执行任务能力的评估有了变化后，是否需要换经理人？

如果客户彻底而严格的思考过所有相关议题，通常不太可能换经理人。而且经验显示：最好的决定是“违反直觉”的决定，也就是增拨资金给最近“绩效较低”的经理人，因为经理人是精心挑选出来的，如果投资绩效比较低，很可能只是因为他的投资风格暂时不流行，等到市场状况对他的风格比较有利时，他可能会有过人的表现。



如果投资委员会的顾问或幕僚采用上述3种方法，做出的报告应该符合这3种层次，但是，次序正好相反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 应该换掉任何一位经理人吗？正常的预期应该是“不换”，如果选出任何经理人，列在“需要评估”的名单内，幕僚或顾问应该为这件事的正反两面，提供严格的检讨。（请注意“绩效不好”是指大幅偏离预期，不论是高于或低于预期。）如果找不出这种情形，讨论应该专注在下面这点……

- 分配给某一位经理人的金额应不应该改变？（例如，从投资风格符合投资环境的经理人处，移走一些资产，交给投资环境不利个人投资风格的经理人。）如果幕僚或顾问提出这种建议，应该提供赞成和机会采取这种行动的正反两面原因。实际上，应该尽量少提这种建议。如果没有提出这种建议，讨论应该专注下面这点……

- 长期的资产配置政策是否应该改变？如果不需要改变，是否适于“暂时”大幅偏离？如果不适宜，委员会的工作就结束了，正式的会议也结束了。

在这种模式下，决定是以“例外”为基础，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采取行动的决定应该很少，而且间隔的时间应该很久，因为投资委员会已经严格地“做了准备工作”，在长期政策、各个经理人的特定任务和有关特定经理人的事项上，都已经有了决定，因此这些事项即使有改变，改变也很少。

决定行动的会议理想的开会时间多长？如果不需要行动，也不采取行动，会议时间大约5分钟就够了。每一位有经验的经理人或采用连续制程的工厂都知道的一样，工厂运转顺畅的指标之一是“没有发生让人感兴趣的事情”，因为任何让人“感兴趣”的事情都是问题，运转顺畅的工厂不会有问题，不需要修正。

在客户和投资经理成功的关系中，客户可以做一种最重要的贡献，就是从一开始就选择适当的经理人。选择适当经理人的第一步，当然是知道你期望选定的经理人完成什么投资任务。

选择经理人时，应该评估下述三大重点：专业投资能力、为客户服务的热诚和业务策略的健全度。三大重点中，专业投资能力恰如其分的最受注意。

候选的投资管理公司应该有明确的观念，知道管理客户的投资组合时，如何为客户增加价值，这种观念可以用经理人对机会或问题的认知作为基础，也就是看出市场上有什么有利的机会，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以为这家公司提高投资组合的报酬率。

除了具有如何增加价值的适当观念之外，投资经理应该发展出合理的决策程序，以便执行这种观念，而且应该拥有可靠的实际成就记录，证明他执行观念的程序能够达成所希望的结果。

你提出问题后，投资经理给你什么答案，你应该记录下来。答案可能很短，但是，必须保存下来，以便未来参考，拿来和以后你提相同或类似问题时，所得到的答案比较。这种简单的技巧，苏格兰的信托经理已经用了很多年，甚至可能用了好几百年。

近几年，大客户间日渐流行运用几位经理人，原因如下：

1. 客户可以在想投资的各种不同投资领域，选择具有专精技巧的经理人。
2. 客户可以分散一位经理人的投资观念和大盘不合的风险（这种事情偶尔一定会发生）。
3. 经理人如果只管理客户一部分的资金，要中止雇用时容易多了。

问题是随着经理人的人数增加，聘用几位经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理人的有利理由会变得逐渐消失。要在特殊的专业领域中，挑选一两位超级经理人，或许没有问题，要找三位、五位、七位，却愈来愈难，根本就没有那么多真正的超级经理人可找。

每增加一位经理人，分散程度的确会增加，但分别管理的投资组合合并在一起，成为一档基金，并且予以分析时，就可以清楚地看出多增加一位经理人，所能增加的分散程度愈来愈少，操作成本和费用却愈来愈高，并且愈来愈接近指数型基金的投资特性。

由于你随时可以用很低的成本，买到指数型基金，增加经理人的数目不能降低风险，因为你可以用指数型基金，更轻易、更便宜地达到这个目的。

在合理的情况下，如果客户准备付出较高的费用，运用多位经理人，目标一定是希望找到能够发掘和利用机会的经理人，使报酬率得以提高，这种重大的机会偶尔出现，是其他经理人估价错误造成的。

实际上，这种重要的机会很罕见，因此客户很可能迫使经理人将所有的赌注，下在他认为最有吸引力的极少数决定中。如果客户没有这样逼迫经理人，几乎可以肯定的说，客户付出过多的代价，任用多位经理人，换取过度的分散。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散户如果不希望把所有资产放在指数型基金中，或许可以把剩下的资产，放在由活跃的经理人经营，专门持有相当少数几档股票的基金中。

如果账户金额对整个基金和投资管理公司都相当小，和经理人解约比较容易，对双方的伤害都比较少的说法，当然很正确。但是这样可能有害，客户知道自己可以和经理人解约，理所当然的，就可能比较不注意选择和监督经理人。或者如果经历一段“绩效”不顺利的时间后，客户可以和经理人解约，经理人可能会变得过度谨慎，不敢强力主张自己的最佳投资判断。不管是对是错，大部分投资经理认为，他们的投资绩效和大盘差距很大时，最需要的是客户的包容；他们所做的投资组合决策和凡俗之见差距很大时，也最需要客户的包容，在这种时刻，经理人最需要客户包容，这时客户却最不包容。

因此，如果没有明确规定投资目标和政策作为指导，投资经理可能受到引诱，采取一些看来不是尽量替客户扩大投资成果，而是尽量保住客户的行动。这样可能，而且确实会使大多数投资组合陷入庸庸碌碌的泥沼中，变成费用昂贵却不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完美的指数型投资组合①。

好客户如果决定运用主动型的经理人，会坚持经理人坚守纪律，遵循双方同意的投资政策。换句话说，不论经理人失控时创造的绩效超越大盘或不如大盘，投资客户会以同样正当、合理的原因，与一位经理人解约。经理人不能达成规定的投资绩效，或不能信守先前的承诺，还继续和他来往，就是投机，投机最后一定会受到"惩罚"。

但是，和信守承诺又能干的经理人继续往来，尤其是在他与当时的市场环境不协调时，仍然继续跟他往来，显示投资人在投资方面，拥有真正的"客户风范"，最后一定会得到优异的报酬②。

在扣除风险之后，能够创造特优长期绩效的经理人很少，这就是为什么投资人会发现，要找到能够持续创造优异成果的经理人，确实困难之至。这也是为什么经验告诉我们，想找"最好的"经理人，经常让投资人失望之至。就像装上蜡制

---

① 的确如此，一般大型股共同基金的投资报酬率当中，大约有85%用标准普尔500种股价指数的波动，就可以充分解释。

② 我自己的经验让我知道这一点，70年代中期，我增加投资约翰·耐夫管理的双子星基金，而且增加的金额很高，其后20年里，得到非常高的报酬，风险又非常低，这要感谢耐夫杰出的操作，难怪他号称"专业投资人最喜欢方投资专家"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

翅膀，想飞向太阳的伊卡鲁斯一样，过度追求可能造成严重伤害。共同基金投资人得到的长期投资报酬率，比一般共同基金的绩效少1/3，原因就是在很多共同基金之间换来换去。这种严重的错误是自找麻烦，是不了解或不能了解从一而终的重要性，这样一定会尝到苦果。

负责退休基金的专业经理人也有这种经验，他们通常有投资顾问公司协助，这些公司拥有数量惊人的资料库，众多的研究幕僚又不断认真的监督经理人，结果他们新雇用的经理人，表现常常不如被他们解雇和换掉的经理人。因此，你必须多花一点时间和心思，选择一位即使最近绩效低于大盘，你仍然准备“加码”的经理人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章 亏损之道

投资人必须安于亏损和失败，投资人的挑战和机会是减少亏损，并且接受短期亏损，认定短期亏损是通往长期获利之路上必要的现实。换句话说，只能以“有目的”的亏损作为手段，造成自己希望得到的目的。

希望终生投资能够更成功，方法之一是减少和消除错误。（你随便问任何一位高尔夫球和网球选手，他们都会告诉你这一点！）以下列出投资人所犯的错误：

- 过度追求——试图从投资中或从投资经理那里，得到长期可以维持的可靠收益。太过积极，代价可能很昂贵，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且经常如此。戴维斯（Davis）加州大学财务学教授泰伦斯·欧迪恩（Terrance Odean）最近在一篇“投资人为什么交易过度?”的文章里，研究一家折扣经纪商将近10万个散户的交易，交易期间从1987年到1993年。他发现，大体而言，这些投资人买进的股票，在随后的一年里，表现比大盘差2.7%，他们卖出的股票在随后一年里，表现比大盘高0.5%[①]。同样的，经济学家约瑟夫·拉科尼修（Josef Lakonishok)、安德烈·许莱富（Andrei Shleifer)、罗伯·魏须弥（Robert Vishny）在布鲁金斯研究所（Brookings Institution）出版的论文《投资经理业的结构与表现》（The Structure and Performance of the Money Management Industry）中显示，拿退休基金的经理人所做的股票交易，和保持投资组合原封不动相比，他们的交易会使应得的投资报酬率减少0.78%。最后，研究专业投资经理交易成本的普莱色斯顾问公司（Plexus Group），研究19家投资公司超过8万笔的交易后，发现通常买进股票

① 这篇文章可以从网络下载，网址：http：//gsm.ucdavis.edu/~odean。

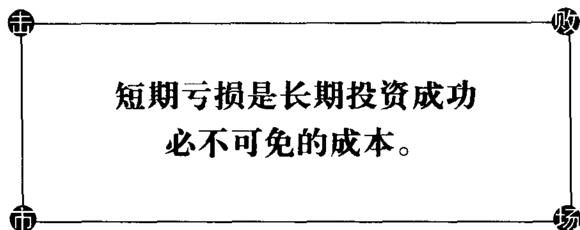
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会让一档基金的短期报酬率提高0.67%，但是，通常卖出股票会让报酬率减少1.08%。（请参阅该公司出版的45期投资评论中的《决策的时宜性与延续时间》〔Decision Timeliness and Duration〕。）

难怪先锋基金（Pioneer Fund）的创办人、百龄人瑞菲律普·柯瑞（Philp Carret）曾经说过："周转率通常显示判断错误，判断什么时候卖任何东西极为困难。"

- 努力不够——在投资成功需要长期思考和长期行为时，通常因为短期原因而小心翼翼。过度的防守可能很昂贵。举例来说，过去20年来，在股票投资组合中，即使只持有少量的现金准备，或专门投资购买政府公债，而不是投资政府国民抵押协会的移转证券（GNMA passthroughs），代价都很高。
- 只为了税务原因做投资决定。
- 尝试做波段操作。
- 容许短期因素主导长期承诺。
- 不构思、不写出你的储蓄和支出计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

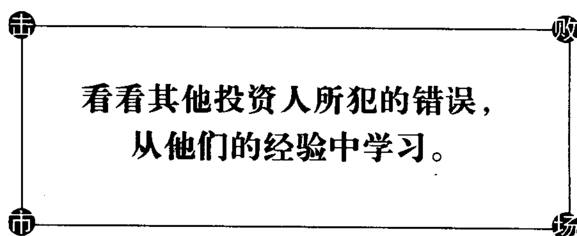


- 不构思、不写出你的投资目标、投资政策或计划。
- 拖延与遗产税的规划。
- 在做有关赠与的决定时，没有善用时机。
- 没有检讨你的整体投资计划，并把结论写下来；这种检讨至少10年要做一次。
- 没有每隔10年检讨你的遗产税计划一次。
- 相信营业员是你的朋友，营业员知道如果我们相信他们用心又亲切，认为他们关心我们时，他们会赚更多的钱。
- 不能体认通货膨胀是投资人的大敌。
- 付出高昂的费用，误信“付出多少，就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 得到多少”，而且误信高昂的费用代表较高的投资报酬率。这点可能是对的，但是，不见得正确，甚至经常不正确，大多数投资人很容易避免高昂的费用，而且这样做划得来。

如果你像我一样，认为投资人不应该为正常的市场平均投资报酬率支付费用，而且费用最好和经理人“超出”市场的平均投资报酬率相当，那么赤裸裸的事实是实际费用和增加的投资报酬率相比，根本不便宜。如果从这种观点来看，以所有投资人来说，每年的费用超过提高的报酬率一倍以上！所以投资人真的应该注意费用问题①。



① 投资人可以投资模拟指数的共同基金，这种基金管理费和交易成本很低。不错，投资人的投资绩效会落后大盘，但是差距不多。这种基金的绩效会远超过大多数投资人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改善长期平均绩效最好的方法之一是减少错误。我们要看其他投资人所犯的错误，并且从他们的经验中学习，让自己不重蹈覆辙。前面我们谈到如何投资成功，现在我们不这样问，而是换一个方式来问：投资人如何能够更努力的投资？如何增加成功的机会、减少失败的风险？最好避免什么错误？以下是两件不能做的事情：

- 进行差劲的波段操作。
- 经常换投资经理——总是寻找最好的经理人。

波段操作的长期历史很悲惨，教训很清楚，连猜对一半的人几乎都找不到，猜错的成本会把偶尔猜对的获利一扫而空，因此一般投资人在波段操作上的经验代价高昂。请记住，每次你决定退出或介入市场时，买进的对手和承接你的卖盘的人，都是大型专业投资机构（当然他们并非始终正确，但是，你有多少信心，敢说自己比他们“更正确”的机会高？）何况你每次行动，就会有交易成本或共同基金的赎回费用，除非你经营避税的退休基金账户，否则每次获利都必须缴税。

美国最受欢迎的投资人沃伦·巴菲特能力高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超，理性十足，投资非常成功，他在1996年的伯克夏哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）股东年报中，说了下面这段重要的谈话："我想对你们自己的投资说几句话，大部分投资人，包括法人和散户，都会发现拥有普通股最好的方法，是透过收取最低费用的指数型基金，遵循这种方法的人一定会击败绝大多数投资专家所能给你的净利（扣除了费用和开支）。"

没有好理由，就更换经理人，很像进行波段操作，这样做的投资人大多数成果不佳。什么时候应该和投资经理人解约、或解雇投资经理呢？

首先，绝对不要只因为经理人在好几年期间，绩效不如大盘，就与经理人解约。你从自己在售票口或银行柜台排队的经验，就知道从这一行换到另一行排队，再换到另外一行，不会划得来。换投资经理得到的效果更差，近期记录最好的经理人在不久之后，很少会有最好的表现，如果经理人近期处在理想的投资环境里，不久之后可能处在不利的环境中。聪明的投资人很小心地选择经理人，然后维持不变，非常聪明和非常知情的投资人会采取进一步行动：会选定很少长期的"最后人选"，再选定因为环境恶劣导致最近成果低迷的经理人，然后在后来转为有利的市场环境中，靠着回归平均数的力量，得到一点额外的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章　投资散户

散户和法人机构不同，而且有极为重大的差异，不只是散户的资金比较少而已。另外还有一个具有决定性的差异，就是每一个人都会死亡，个人寿数有限、长短难料。死亡无可避免，这是所有散户最主要的现实，不论是个人、或是当投资人，都一样会死亡。

散户和法人的其他重要差异也值得重视，赚取所得的人通常有一定的年限，可以建立自己一生的储蓄和投资。不再能够赚钱和储蓄的人要靠一些固定的财源，度过长短不能确切知道的岁月。

散户还有一点不同，就是他们的金钱经常有重大的象征意义，而且可能强力牵动他们的情感。有些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人觉得自己的钱代表自己和生命的价值（就像企业家经常把自己的公司，看成自己的价值观及身家财产一样）。

还有另一个重要的差别，是散户有相当大的力量可以影响他人，散户在财务上和情感上，可以用遗赠或不遗赠，或是用大于或小于预期的遗赠，或大于或小于一般认为“公平”的遗赠，影响其他人。金钱的情感力量和象征性大于其经济力量，散户能够小心处理这两点，就是个聪明人。

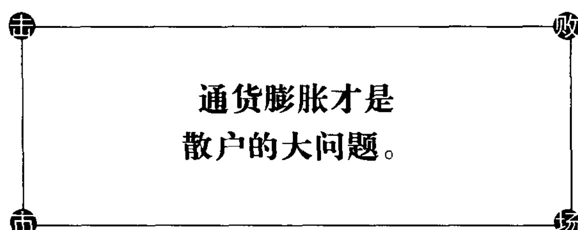
所有投资人都有一个可怕的敌人，而且太容易低估这个敌人，这个敌人就是通货膨胀。对散户来说，这个敌人特别危险。

通货膨胀才是散户的大问题，日常或波段性的股价改变虽然惊心动魄，最让投资人担心，却不是散户最大的忧患。通货膨胀的侵蚀力量才真的令人害怕，以5%的通货膨胀率来说，你的钞票的购买力在不到15年内，就会少掉一半，在随后的15年内，又会再少掉一半。通货膨胀率如果是7%，只要经过21年，也就是从61岁“提早”退休，到82岁为止，你的钞票购买力就会降到只有目前的1/4。

然而82岁却是日渐常见的平均寿命。这点显然是严重的问题，特别是个人已经退休，没有办法再增加资本，抵消通货膨胀对购买力可怕的侵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蚀。



下表列出通货膨胀率升高对购买力的损害。

通货膨胀率	把你的钞票减半所需时间
2%	36
3%	24
4%	18
5%	14
6%	12
7%	11

因而散户还有一点跟法人不同，就是我们每个人都有自己十分看重的责任，如教育子女、为自己和所爱的人提供保障、协助年老的亲戚支付健保费用、捐赠曾经嘉惠我们的学校和机构，或希望以捐赠嘉惠自己的社区等等。此外，每位散户都希望有强力的自我保障，用来因应重大灾祸，包括活的比预期久，需要比预期多的健保。最后，大多数人都希望留些东西给女子或孙辈，协助他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们改善生活。（对我们大多数人而言，子女过比较好的生活，是“进步”的主要意义。）个人不但把这些责任视为非常切身的问题，在很多情况下，需要多少资金还不知道，而且可能变得几乎“没有限制”，老年时健保的潜在费用就是个令人不安的例子。

大多数散户暗中都有资产和责任的长期“资产负债表”，然而，大多数投资人都没有检讨自己整体的财务情势，也没有把财务状况写下来，而且大多数人没有把直接、间接的财务看守人，也就是所谓的“我们”，明白的列在责任的资产负债表中。

在规划投资人资产负债表的“责任”方时，你会希望决定把谁列在你认定的“我们”当中，列入的目的是什么？你计划承担的子女教育责任有多少？念大学十分昂贵，研究所日渐被视为一般标准，一样也花费很多。在提供子女教育费用后，帮助女子买第一栋房子，在你看来很重要吗？协助子女创业或开业对你很重要吗？你的父母、兄弟、姐妹和姻亲怎么办？他们在什么情况下需要你的财务支助？需要支助多少、什么时候需要支助？你一定要知道你全部的承诺加起来一共是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少，什么时候需要用钱①。

在投资之前，自然需要储蓄，而且必须储蓄，因为我们只能把我们先前的储蓄拿去投资。在秋季买草帽、元月买圣诞卡，并且利用很多日常刻意节省的形式，长期会创造辉煌的成果，尤其是配合理智的长期投资方法时，更是如此。

储蓄的第一个目的是累积防卫性的准备金，以便在麻烦出现时，可以像灭火器一样，提供协助，而且这种准备金也像灭火器一样，在需要时，应该明确、大胆地充分利用。如果你小心地利用，或只用一部分的防卫性准备金，你就需要拥有较高比率的准备金，但是这样做代价高昂，拥有比实际需要还大的准备金，机会成本相当高。因此准备金是准备好要动用的，不是在需要时保留不用的。提拨了对抗偶发严重事故所需的保障后，多余的储蓄就可以拿来长期投资。

只要有足够的时间，复利累积的效果可能十分惊人。想想下面这个例子，如果从 1926 年起，投资 1 美元在普通股上，到 1990 年，假设没有税

---

① 20 世纪 60 年代初期，美国医药总署首度发布了有关吸烟和健康的报告时，当时的联合雪茄公司总裁看到自己的公司变成了“成长”股，十分兴奋，接受自己突如其来的新富身分，就承诺捐款 1000 万美元给母校，后来却发现公司的股价跌回“正常”水准，使他无法实现承诺，可是那家大学已经把钱花在一栋建筑物上，兴讼，要求付款，造成很多不必要的情感伤害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负、手续费或管理费，只是靠着复利，就会累积到500美元，到1997年，会累积到远超过1000美元！这种情形几乎不可思议，却一点都没有错。经过若干“调整”后，情形看来比较合理，例如，如果每年经纪商手续费和管理费合计为0.5%，最后，全部金额一共是350美元。假设收益和资本利得的税捐为28%，最后的全部金额共是110美元。如果经过通货膨胀进一步调整，你的1美元投资最后会变成16美元，是原来实质购买力的16倍，而一般认为“安全”的国库券投资，勉强只能收回原来的1美元购买力！

本书的核心观念和基本主题是，可以用来做长期投资的资金如果投资在股票上，并且长期持有，对投资人最有利。但是，预期活不到10年，也就是活不到接近“长期”的老年投资人怎么办？他们是否应该像凡俗之见所说的那样，投资在以债券为主的投资工具上，以便“保本”？这一点就像常见的情形一样，凡俗之见可能错了。

退休的投资人可能为了求得“心安”，希望投资在相当稳定、收益相当高的证券上，他们应该知道，这样是让情感力量主宰了自己的经济利益。他们这样做很可能没错，却没有必要，因为个人和法人一样，投资债券，得到比较多的经常收益，会让个人受到“劣币驱逐良币”法则侵害，1美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的额外收益，代价 1.5 美元，就是先前没有尽量长期投资在股票上，因而没有得到的总报酬 1.5 美元。如果有人把资产转移到高收益的“防卫型”投资，如债券和收益股，这可能是沉重的代价，也变成通货膨胀侵蚀和伤害的固定目标。

何况，老年投资人虽然可能预期自己不会活很久，但是，投资由受益人继承后，可能会有很长期的任务，在所有人的真正目标，如协助子女、配偶或母校等等，具有更长远的时间架构时[①]，投资的所有人可能没有理由把投资的时间架构，限制为所有人及身为止。

要成为真正成功的终生投资人，首要的中心挑战是“认识自己”——了解你个人的财务目标，和什么东西对你才是真正的成功。就像号称“亚当·斯密”的经济学家杰瑞·古德曼（Jerry Goodman）极为明智的建议一样：“如果你不认识自己，在股市寻找自我的代价很昂贵！”在房地产、商品和选择权市场上也一样。

投资人花时间尽可能的认识自己，了解自己身为投资人的感觉和行为，才算聪明。例如，以

① 此外，长期、快乐生活的秘诀之一是“继续登高”，并且像英国大政治家迪斯累里（Disraeli）的佳言一样，保持“与未来同行”的状态。投资股票会让我们保持年轻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下是这个简单的测验带有友善的牵强附会意味，可以为大多数投资人提供一些有用的指引。

问　题：如果你可以选择，你喜欢哪种情形？

选择一：股价大涨，而且保持高档多年。

选择二：股价大跌，而且保持低档多年。

不看未来，你会选择哪一个？如果你选择第一个答案，你和接受这个小测验的90%专业投资人相同，大多数专家和你一样，会让你欣慰吗？你不应该欣慰，以下说明原因，除非你长期站在股票的卖方，如果你选择第一个答案，就是违背自己的利益。

首先请记住，你买进普通股时，所买的东西其实是这种股票每股分配股利的权利[①]。正如同我们买母牛是为了得到牛奶，买母鸡是为了得到鸡蛋一样，我们买股票是为了目前和未来的股利。如果你经营牧场，难道你买母牛时，不希望母牛

---

① 不错！你也得到选举董监事之类的权利，得到未来如果有人要并购这家公司时，可以用比较高的价格卖出的权利。但是，在现实情况中，很少有股东投票反对经营阶层的建议，而且意外的并购只在非常少数的公司发生，和股利相比，这些股东权利通常不重要。不错！你也得到把股票卖给其他投资人的权利，当然，你希望卖得比较高等价格，但是，什么东西决定下一个投资人乐意付出的价格？当然是预期未来股利的现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格低落，以便你在母牛上的投资得到更多的牛奶吗？

你买进时，股价愈低，你每一单位的投资可以买到的股数愈多，投资所得到的股利金额愈大。因此如果你是储蓄者兼股票的买方（大多数投资人目前都身兼两种身分，预期未来多年仍将如此）。有趣的是，对你真正有利的长期利益是要股价大幅下跌，并且维持在低档，以便你能够以较低的价格，累积更多的股数，使你投资的储蓄得到较多的股利。

因此正确的长期选择是违反直觉的第二个答案，股价大跌并且维持低档对你最有利，这样你才可以用你现在投资的钱，得到更多的权利，在未来的岁月取得更多的股利。

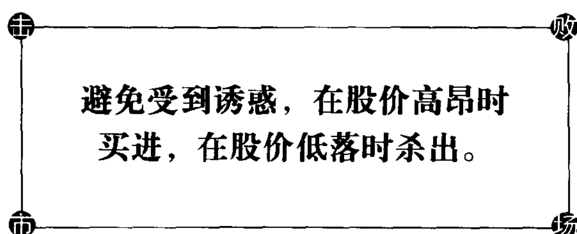
对于这个有点扭曲意味的问题，上述说法不仅仅是巧妙的解释，更可能是一个关键方针，可以让身为投资人的你获得重大成就，也可以让你在投资生涯中更为安心。

大多数投资因为太受人性左右，比较喜欢持续上涨的股市，而且在股价已经高涨时，最热衷于买进更多的股票，以致未来从股利得到的投资报酬率，低落到了十分容易明白地步（不论你买进的股价是高是低，每股得到的股利都一样）。同样的，大多数投资人在股价下跌之后，对股票的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观感相当不好，而且最容易在股价已经低落、未来股价一收益比升高的错误时间，受到诱惑卖出。

如果你能够用这个简单问题所显示的方针，把理性的答案纳入你的投资思维和行为中，你就会了解：你的人性情感经常违背自己的理性经济利益，你会教育自己对抗群众及自己的感觉，致力避免受到诱惑，在股价高昂时，跟着大家一窝蜂地买进，或是在股价低落时，跟着大家杀出。



另一个大多数投资人太常见的人性因素是：过度重视股价每天、甚至每一小时的起伏。从理性的观点来看，我们知道大部分股价的变化是“杂音”，或几乎是随机的波动。请思考下述资料：大多数股票在每一个交易日里，最高价和最低价的差距在4%以上，一年将近有250个交易日，表示一年内股价的全部变化应该是1000%（4%×250天）。但是，大多数股票一年的价格变动不到15%，因此全部的变化中，98%以上只是震荡或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

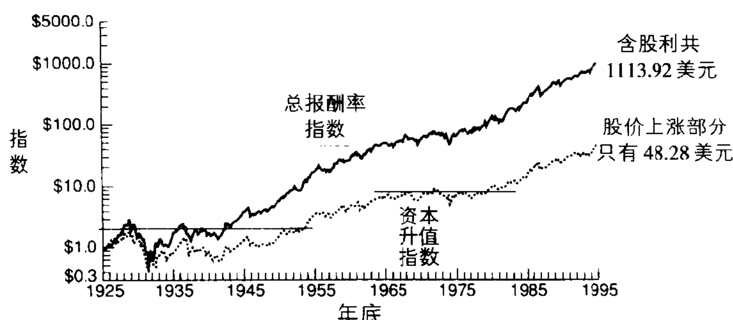


图 14-1　本图显示股利再投资的重要性——即使在股票几乎毫无上涨的两段长期间，亦即 1930~1955 年间与 1965~1985 年间，仍然如此。如图所示，由于股价上涨，1 美元会成长为 48.28 美元，但如股利再投资，同样的 1 美元会成长到 1113.92 美元。

杂音。股价的动态虽然很有诱惑力，令人迷醉，投资人还是应该忽略股价的起伏。

如果你发现自己陷在股价上涨的激情中，或是陷在股价下跌的愁苦里，要努力打破这种困境。去散散步，让自己冷静下来，否则的话，你很快会成为“群众”的一分子，想要做些事情，这样你就会开始犯错，可能犯下让你后悔的严重错误。

拥有亿万身家的人，可以用“私人客户”的身分，得到很好的投资建议，财产不够多的人通常得不到这种服务，这种人的资金太少，对于一流的公司根本不重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幸运的是，所有投资人都有一个办法，就是利用共同基金。有两种基金特别有意义，一种是用低成本、低费用经营的指数型基金，设计这种基金，目的是模仿许多种公认的股价指数，如标准普尔500种股价指数或拉塞尔2000指数中的一种[①]（请见第三章强大助力）。

封闭型共同基金是另一种有意义的基金，尤其是目前折价销售，又受到基金条款限制，要在合理的期间内，例如，5年内，要改成开放型的封闭型基金，改成开放型会消除折价。如果这种基金的长期投资风格（成长型或价值型）目前不受欢迎，你可以在它们的“淡季”时买到，这样特别令人有兴趣。

散户如果拥有个别账户，最好和机构投资一样，要明智地跟投资经理达成协议，以书面写下整个计划，说明资金如何投资，列出长期目标、投资政策的限制，以及在不同的市场环境中，你所期望的绩效。个人细心研读每个基金的公开说明书，研究基金的长期目标、政策和绩效期望之后，再投资共同基金，几乎可以达成同样的目的。

你每年花一点时间，正式、客观地检讨投资目标、财源、财务责任，并且拿先前务实的期望，

---

① 先锋基金集团提供一系列指数型基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

检讨近期的投资成果，就可以增加机会，达成优异的投资绩效，亦即稳当的达成明确、务实的投资目标。

我们的注意力通常会集中在投资上，但是下列事项也应该检讨：储蓄、保险、银行信用额度、经常负债、可能必须协助或支持在你的“我们”集团中其他人的义务、每年的所得、支出和遗产税计划。这种有纪律的做法等于“打开灯”，检视整体状况。

如果你储蓄有方，而且有足够的投资，拥有充足的资金，可以满足所有你选择的责任或义务，那么你就是真的赢得了“金钱游戏”，这的确是令人兴奋的成就。赢家应该注意，绝对不要把胜利再推回风险中，尤其是没有必要或愚蠢的借贷，或对任何投资投入太多，或过度承担责任和承诺。赢家应该避免投机，追求更大的胜利，冒险亏损到变成不赢不输——不只是变成输家，而是变成真正的傻瓜，就已经不值得了。赢家也应该注意，不要像上面所说的一样，变得“太小心”，即使略微变动，变成“保守”投资，都可能使整个投资陷入遭遇通货膨胀侵蚀的风险中。创建著名家族和巨额财富的纳山·罗斯柴尔德（Nathan Mayer Rothschild）解释说：“要有绝大的勇气和谨慎，才能创造巨额财富，拥有这些财富后，需要10倍的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才智，才能守住财富。”

个人投资者思考投资决策时，下面的“十诫”可能是有用的指针：

一、不要投机。如果你必须“玩股票”，满足某些情感上的“行动”，你必须承认这样是赌你的能力足以击败专家，也必须限制你投入的金额，就像你与拉斯维加斯的专家赌博时一样，限制你愿意拿出来的金额，（请做精确的记录，你很快就会说服自己放弃！）避免转移资金、更换经理人，追求表现“最好的”热门投资经理，在很多领域中都一样，追求完美是达成良好成果的大敌。

二、切勿听明牌买进。不管你觉得一支明牌多么确实，都要轻轻放过。只有真正重要的内幕信息，才是好明牌，然而利用内部人信息却是违法的。

三、切勿以“税务原因”为投资主因。避税投资工具都是差劲的投资。以税务亏损为由卖出，主要是营业员增加手续费收入的方法。只有两个例外：如果你反正都要卖股票，用低成本的股票做慈善捐赠就有道理。如果你能够每年尽量增加对自己的401（k）计划或分红计划提拨，要设立一个个人退休账户。

四、不要把住宅当成投资。把家当成和家人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

击　　　　　　　　　　　　　　　　败

要有绝大的勇气和谨慎，才能创造巨额财富，拥有这些财富后，需要10倍的才智，才能守住财富。

市　　　　　　　　　　　　　　　　场

一起生活的地方，如此而已。除了像70年代末期的美国那样，通货膨胀急剧上升，造成房地产的重置成本上升，股票和债券价格下跌之外，否则的话，拥有住宅型房地产不是什么好投资。过去20年来，美国住宅价格的涨幅低于消费者物价指数，投资报酬率低于国库券。

五、绝对不要玩商品。约翰·特雷恩（John-Train）在《金融大师》（The Money Masters）一书中，谈到一位商品营业员，想想这位营业员的经验，他在十多年内，对将近1000位顾客，提供有关商品交易的建议，有多少人赚钱？连一个都没有。营业员却赚了钱，因为他有手续费收入。

六、别错看股票营业员。他们通常是很好的人，但是，他们的工作不是替你赚钱，而是从你身上赚钱。有些营业员非常有良心，会全心全力，多年不变，尽责、体贴的服务客户，你不能假设你的营业员会这样对待你。有些营业员或许会这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样做，但是大多数营业员根本不能这样做。美国一般的营业员通常要和200位顾客“谈话”，这些顾客投资的总资产为500万美元，营业员一年要赚10万美元的话，必须创造30万美元的手续费，亦即占他谈话对象总资产的6%，他要创造这么高的手续费，根本没有时间知道什么是“正确的”，他必须让钱滚动，那些钱当然一定是你的钱。

七、不要投资新的或“有意思”的投资工具。设计这种投资，目的绝大部分是要“卖给”投资人，而不是要让投资人“拥有”①。也别听信其他投资人的说词，他们的故事完全不可信，节俭的波士顿人极为慎重地指出，这种故事“太没有价值，不值得储蓄起来。”

八、别因为你听说债券是保守的投资，或是收益和本钱有保障，就投资债券。债券价格的震荡幅度几乎与股票相当，而且在对抗长期投资的真正风险——通货膨胀方面，债券的表现很差劲。

九、尊重金钱是储存价值的方式之一，也尊

---

① 我的姨妈80多岁了，她经过多年的小心储蓄和明智投资，建立了价值将近10万美元的普通股投资组合。她问我是否应该接受当地经纪商一位俊美年轻男士的强力建议，他建议她卖掉所有股票（产生庞大的资本利得，必须课税），把得到的大部分资金购买国库券，保障本金的安全性，剩下的钱再买股票选择权，这样她可以从可能出现的任何多头市场获利。还好我的姨妈太聪明、在投资上太有经验了，不会受一些“有意思”的投资诱惑。（想想看，这样会为这位营业员创造多少手续费！）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重金钱所能达到的好处，但是，不要成了金钱的奴隶。如果你发现自己一年内，把钱加总10次以上，你很可能太在意金钱了，而且有陷在群众中的危险，至少在想像中，要去散散步，冷静一下。

十、别相信你的情感。你感觉十分幸福时，很可能就要受伤了。别把头脑和多头市场混为一谈。你觉得心情恶劣时，正是黎明前最黑暗的时候，你不该采取行动。（还记得本章开始时提出的测验吗？）长期投资成功的秘诀是善意的疏忽，别过度追求，在投资方面，活跃几乎总是多余的，让复利的力量替你达成目的。

最后是10个可能有用的友善建议：

一、求助专家。投资不是业余人士的游戏场，就像国家足球联盟也不是业余球员的游戏场一样。一定要找明智的专业人士管理你的投资。高谈阔论“你也做得到”的书很畅销，有些书还是大热门，难怪有人会写这种书。看这种书要当成娱乐，但是不要相信。

安德鲁·杜比亚斯（Andrew Tobias）的著作《你最需要的投资指南》（The Only Investment Book You'll Ever Need）与众不同，初入门的人特别值得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看这本书，里面充满明智的建议和有用的信息[①]。

二、写下你的长期目标、长期投资计划和遗产税计划，并且遵循不渝。每隔10年至少要检讨一次。就像每一个杰出教练告诉旗下的运动员一样："计划好打法——然后照表操练！"不要拖拖拉拉。

三、如果你的长期投资政策在短期内运作不顺（也就是股价剧跌），你的第一个假设应该是"加码"，因为你知道自己花了相当多的时间和精神，才规划出这个投资决策。

检讨你的长期目标、基本推理和你所用的长期证据，确定这些东西都正确。要注意最近几年出现的"近期"资料，这种资料通常会误导我们，如果长期证据仍然正确无误，你的推理健全，要保持原有路线。

四、要研究投资和投资人。用心研究人类心理（不是研究数字和财务），因为我们犯的大部分错误都跟情感有关，不是计算上的错误。你的投资表现如何，不是你所能控制，但是可以控制你的反应——对投资标的波动的反应，后者在决定

---

① 如果你喜欢研究投资思想的历史，你可能会爱读吉姆·韦汀（Jim Vertin）和我合编的《投资人论文集》（Investor's Anthology），这本书是约翰·威利公司在1997年出版的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期是否成功方面，比前者重要多了。

五、务必储蓄。

六、记住金钱有力量，但是，对每一个人的象征意义不同。尊重金钱对别人和对你自己的意义，而且小心为要。

七、如果你发现自己受到诱惑，忍不住要问华尔街的内部人“我应该买什么股票？”要抗拒这种诱惑。如果你问了，别听答案，如果你听了答案，要保证你不会据以行动。

八、如果你发现你忍不住，觉得自己“只是个小散户”，因此的确不太重要，请记住钱是你的，你是客户，你的努力是投资获致长期成功最重要的部分。

九、研读沃伦·巴菲特撰写的哈撒韦公司的年报。他是成绩最好的美国证券投资人，在这些年报中，提供极有价值的教育（他们会应你的要求，寄给你过去年报的再版，你也可以从网络上下载，网址是 www.berkshirehathaway.com.）。

十、请记住，价格波动虽然吸引我们的注意力，投资人真正的问题却是通货膨胀，价格波动彼往此来，通货膨胀却打死不退，毫不容情的伤害我们。

最后，如果你工作的地方有 401（k）计划，了解贵公司的 401（k）计划和其他 401（k）计划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的成效有何不同，确实跟你的直接利益有关，要问下面这3个重要问题：

- 你的计划是否能在法律的限制下，提拨最高的金额？
- 你的雇主是否针对你提拨的金额，提供对等金额的提拨，还是只提供你提拨金额的一部分？（有些公司是对等提拨，亦即你提拨1元，公司就相对的提拨1元。）
- 你的计划是否有足够的选择权，让你能够规划务实而且正适于你的长期投资计划？

如果你有401（k）计划，请记住，能够自由决定最适合你的投资计划，其实是沉重的责任。有些401（k）计划的投资人会花时间和精神，真正地了解市场、通货膨胀和各种投资，并且规范自己，达成良好的绩效。有些人的运气会比较好，事情的演变会远比预期的好很多。但是，有些人不会这么幸运，他们会让我们回想到“有老飞行员，也有勇敢的飞行员，却没有勇敢的老飞行员”。他们会犯错，会犯大大小小的错，造成自己和家人的严重的长期困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你必须与他们不同，在投资方面，不是塑造自己的长期投资计划，就是要找到高明的人，提供健全的长期投资政策建议，并且遵照实施。

能够独自规划令人兴奋，却也潜藏着重大风险，这种情形让我想起驾驶小飞机的危险，在你单飞前，尝试回答下面两个友善而令人困惑的问题：

- 从你开始开车到现在，实际上哪一个年代的汽油最便宜？
- 一般美国人一生的健保支出中，活着的最后半年的支出占多少比率？

答案会告诉我们一些与通货膨胀和老年有关的事情，这两件事我们都会遇到，但是我们通常都会忽略，这两个令人困惑的问题答案如下：

1. 最近10年。
2. 占80%。

如果你像我以前一样，对这两个答案感到怀疑和惊异，请花些时间查问清楚。扣除通货膨胀后，你满16岁时的汽油价格，其实比现在还贵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数人都低估了通货膨胀复合的侵蚀力量和临终健保的繁重负担。好好考虑这两个问题，其中的逻辑和远见可供你思考时参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章　规划你的操作方法

不错，死亡是每一个人的终极现实，但是，身为投资人，你可能太重视这个终点了。例如，假使你计划把大部分资本，遗赠给子女，即使你已经七老八十，你的家庭投资政策的适当时间架构，很可能还是非常长久，长到可以让你忽略一般的投资说法，如“老年人应该投资债券，追求较高的收益和安全性。”

这种说法可能正确，但是，对你和你的家庭来说，更有效的决定很可能是百分之百投资在股票上，因为你的投资时间架构远比你的寿命长多了。凡俗之见说：“要决定你的资产有多少比率应该投资在股票上，只要用100减掉你的岁数就行

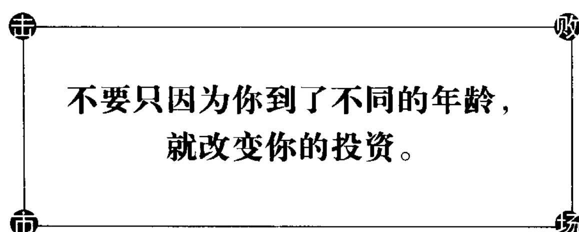
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。”这种说法不对，不对的两个主要原因是：一、这样每过一年，都会迫使你降低股票所占的比率，提高现金和债券的比率，因而产生高昂而没有必要的税负。二、如果你所爱的人（家人和继承人）、甚至你所爱的机构（你最喜欢的慈善事业）都很可能比你长命，而且几乎一定比你长命，那么你应该拉长你的投资时间架构，长到不但涵盖你自己的有生之年，也涵盖他们的生命期间。例如，如果你现年30岁，有一个两岁大的儿子，你的投资时间不只是另外55年（你预期还能活的时间），而是远超过一世纪。同样的，即使你现年75岁，如果你有个小孙子，甚至有个你钟爱的慈善事业，你的投资时间可能一样长。

不要只因为你到了不同的年龄，或是退休了，就改变你的投资。如果你买得起精美的画作，你根本不会因为到了退休年龄，或已经庆祝七十或八十大寿，你最爱的画就会改变。投资也是一样：如果你负担得起，要继续维持你替自己制定的投资策略。

请记住“经济学家”的告诫：“股票不知道你拥有它。”这种说法适用所有的投资，如股票、债券、建筑物等等。今天具有价值的所有东西，不管未来是由谁拥有，一样会有价值。因此投资应该总是为投资而投资，不是为个人的原因。例如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为你的年龄而投资。

大多数投资人的投资时间架构都相当长，长到 20 年、30 年，而且经常长到 50 年以上，因为他们传给别人的投资，在他们身后很久很久，仍然会有优异表现。我们投资人的寿命有限，但是，我们的投资不知道这一点，也不管这一点。

复利很有力量。记得一个故事吗？一位苏丹对一位大臣心存感激，因为这位大臣伟大的行为，拯救了苏丹的帝国，苏丹希望好好的奖励这位大臣，大臣谦逊的回答说，只愿意接受在西洋棋盘第一格放一粒小麦、第二格放两粒小麦、第三格 4 粒小麦、第四格 8 粒小麦，然后以此类推……大臣指出他不需要很大的奖励，这种加倍的赐予的象征意义，就能够满足他谦卑、感激的心情。苏丹高兴的抓住这个似乎简单的方法，以便解除自己的感激之情，悲惨的是，他不能体认复利可怕的力量。任何东西连续加倍 64 次（西洋棋盘有 64

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个格子)，都会变成天文数字。在这个故事中，少数几粒小麦经过复利计算，总价值比整个帝国所有的财富加起来还多！苏丹为了维持自己在真主阿拉之前的荣誉，最后把整个帝国交给这位大臣。

我们大部分人应该比较熟悉下面这个故事：如果你在20世纪开始时，投资100美元在美国的普通股上，这笔投资到今天值多少钱？立刻告诉你答案，是733383美元！哇，100美元变成了70多万美元！但是，别高兴得太早！我们要问几个有助于澄清事实的问题。

问题：这95年的收益中，有多少是最近20年的利益？

答案：大部分是；事实上，到1975年为止，这笔钱只增加到7.5万美元，其余64.3万美元是最后20年股票市场勃兴才得到的。

问题：表面看来让人惊奇的收益中，有多少其实只是通货膨胀造成的“膨胀”效果？

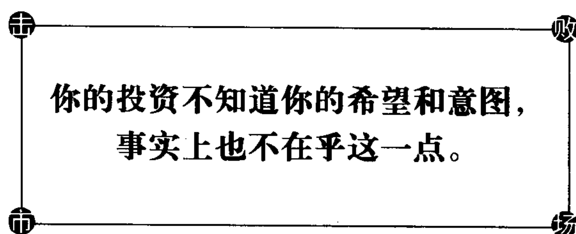
答案：大部分都是：将近一个世纪的真正获利只略超过4万美元，但就100美元来说，这确实也是庞大的利益，但是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样确实的是，这样只占名目收益733383美元的6%而已。

重点不是复利多么善于增加实质的财富，重点是通货膨胀会无情的摧毁财富的购买力，速度几乎和经济成长创造财富的速度一样快。只有实质的净获利才能花用，因此要小心一些宣传和广告，这些东西用未来赚到惊人“财富”的虚幻承诺，欺骗投资人，却不解释通货膨胀同时会造成极为不利的影响。

通货膨胀冷酷无情的摧毁你的资本。在1960年用100美元可以买到的东西，到1995年要花上500美元。换句话说，只不过在30年里，通货膨胀使每1美元的价值减损了80%，以复利计算，每年减损的比率是4.8%。



通货膨胀磨损和侵蚀的力量是投资人最大的敌人，这点很清楚、很确定。只要经过20年，如

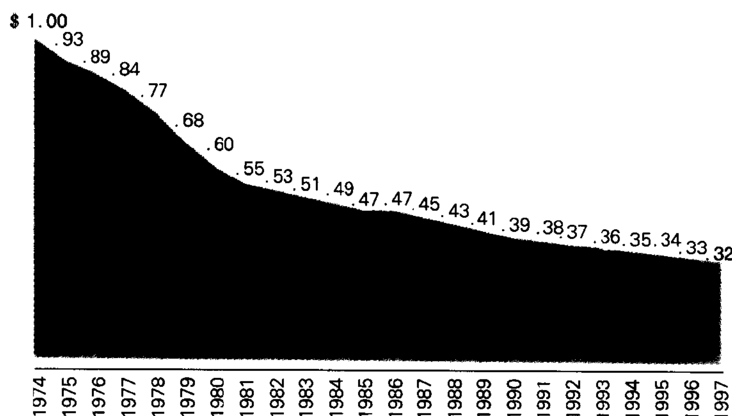
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 15－1 所示，1 美元的购买力就会萎缩成 0.35 美元。

对于理性的长期投资人而言，更重要的是知道并且记住从 60 年代末期到 80 年代初期，经过通货膨胀调整后，未加权的股市大约暴跌了 80%，因此，对投资人来说，70 年代其实比 30 年代还糟糕！

研究扣除通货膨胀因素后的道琼斯工业股价指数，或许可以看出通货膨胀对投资的真正伤害，请特别注意：

- 从 1977 年到 1982 年，经过通货膨胀调整



资料来源：美国劳工部消费者物价指数

图 15－1　1 美元的价值缩水情形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的道琼斯工业股价指数从270跌到100，五年里跌掉了63%。

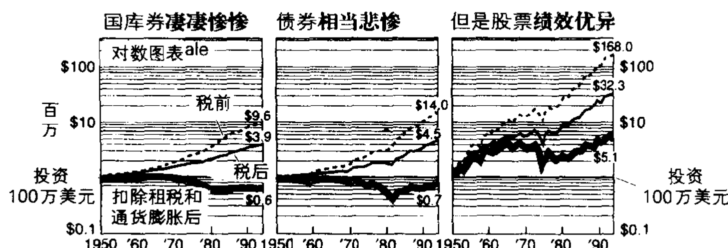
- 到1993年，道琼斯工业股价指数经过通货膨胀调整后，等于1928年的水准，经历了65年之久，才能损益两平，的确是漫长之至的等待。

投资人最好研究投资历史（小心50年代，投资人到了1950年，终于摆脱经济大萧条和第二次世界大战的影响，重新认定股票和债券预期报酬率之间的基本关系）。历史研究得愈多愈好，因为你愈清楚证券市场过去的行为，愈能了解市场的真正本质和未来的行为如何，有了这种了解，我们就能理性的跟看来似乎不理性的市场共存，至少我们不会被短期市场波动的花招和骗术所欺，动摇了对长期策略的信心（见图15－2及15－3）。

投资人开始规划健全的财务计划时，一定希望得到下述3个最重要问题的“正确”答案，所谓正确，是因为答案能够让人安心，而且合乎理性。

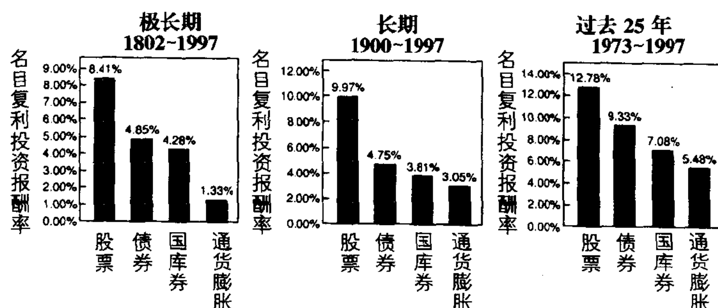
- 我的计划书能够确保我在退休之后，克服通货膨胀，得到足够的所得，保持适当的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：1995年12月25日《财富》杂志

图 15-2 国库券、公债与股票长期绩效比较



资料来源：1996年5月28日《华尔街日报》第32版

图 15-3 真正的赢家排列

生活水准吗？

对大多数人而言，这种“足够的所得”大约等于退休前开支的75%～80%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加上以复利计算，每年增加3%～4%，才能抵消通货膨胀。

- 财务准备金足以应付紧急意外事故吗？这点通常指的是健康危机，尤其是老年时的健康危机。

  女性比男性活得久，妻子又经常比丈夫年轻，因此大部分已婚男性都特别注意，希望在自己过世后，能够让孀居的妻子舒适的过日子。

- 剩下的钱有多少？能够满足我遗赠给继承人和慈善机构的目标和意愿吗？

如果这些核心问题不能得到彻底、肯定的答案，那么你的计划就需要重新考虑和改变，或许需要大幅改变，你现在就必须这样做，以便时间站在你这边，可以尽量帮你忙。

写下你的目标，也列出你希望达成目标的日期，这样你可以依据自己明确的计划，衡量实际的进展，因为在投资的所有问题中，时间是关键。

投资的动力来自与投资无关的事情，例如，与子女进大学的时间，获得一笔遗产的时间、或你的退休日期有关，不见得是最好的投资。要把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的时间和方式分辨清楚。你的投资不知道你的期望或意图，事实上，也不在乎这些。身为投资人，你必须适应市场，市场不会适应你。如果今天市场行情似乎太高，不是你执行投资计划的正确时机，你总是可以把资金安全的存放在货币市场基金，等到行情适当时，转换为长期投资，或是以定额投资的方式，分好几年投资，这样通常比较明智，这就是成本平均法，会有令人满意的结果，你的平均购买价格会低于你的购买价格！

在你作为一位投资人的岁月里，最适合你的投资计划会一再改变，原因之一是你的环境和财力会变化，原因之二是因为你的目标和重大抉择会改变。但是你的计划考虑愈周到、愈健全、愈早规划，你应该愈不需要随着时间流逝，而改变你的计划。规划健全的长期投资计划时，以 10 年为一个单位经常最适宜，因为探讨 10 年这么久的时间，会提醒我们健全的投资具有长期性质，我们在规划时，明确考虑相当长久的时间，会比较明智、思虑一定会比较周到。

当然，只有实际执行后，先前的规划才有用，投资人应该希望遵照聪明教练有名的双重告诫："计划好打法，然后照表操练！"

第一步很清楚，就是摆脱负债。你清偿掉学校货款和买第一栋房屋的所有负债后，达成了第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一次胜利，是一种得来不易的美妙感觉。

摆脱负债的关键很清楚，就是储蓄！储蓄的基本条件是终生节俭，花费比你的收入少，并且延后花钱的习惯。假设或希望收入应该会超过支出的人，可能是相信奇迹，但是他们注定会失望，而且会大大的失望。你必须先付出，定期把钱储蓄起来，在共同基金开立定期定额账户，每月自动、安全的从你的银行账户或你的薪资扣款，是自己先付出的好方法。

慎重的借贷和债务缠身大不相同，借贷的人有充足的偿还能力，最重要的是，可以决定或控制还款的时机，所以很安心。债务缠身的人要由贷放者决定是否借钱给他，而且必须在贷方的要求下还款（借贷和欠债不同，退休和年老也不一样，退休后，你有更多时间旅行、阅读、运动和发挥其他兴趣；年老后，你全身每天、每晚都会这里痛、那里痛）。

请看看图 15－4，如果你现年 30 岁（请看表中的第二栏），到你 65 岁退休时，需要积蓄 250 万美元，一年才能产生 3.5 万美元实质可以花用的钱。这一栏显示，你现在已经有多少储蓄，会决定今后你每年要存多少，才能达到这个目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前年龄	25	30	35	40	45	50	55
储蓄目标（美元）	300万	250万	210万	170万	140万	110万	94万
				你每年必须储蓄多少钱			
你现有的储蓄							
$ 0	$ 6890	$ 9248	$ 12524	$ 17217	$ 24300	$ 36004	$ 58995
$ 10000	$ 5868	$ 8211	$ 11463	$ 16116	$ 23125	$ 34689	$ 57367
$ 25000	$ 4334	$ 6656	$ 9872	$ 14463	$ 21363	$ 32717	$ 54926
$ 50000	$ 1777	$ 4064	$ 7220	$ 11709	$ 18427	$ 29430	$ 50857
$ 100000	$ 0	$ 0	$ 1916	$ 6201	$ 12554	$ 22856	$ 42720
$ 250000	$ 0	$ 0	$ 0	$ 0	$ 0	$ 3315	$ 18308

图 15－4　每年获得3.5万美元实质收入的储蓄方法

请注意其中有一个相当有利的假设，就是你所有的储蓄都放在免税的账户里，进一步以每年10%的复利累积，到65岁退休为止。如果股市行情处在高档，今后仍然可能达成目标，但是，不会这么容易，即使你把所有的钱都投入股票，也是如此，投入债券根本不可能达成目标。

图15－4说明了与通货膨胀有关的重要事实，最上面有一栏是“储蓄目标”，是你到65岁时，希望在扣除通货膨胀因素后，每年获得3.5万美元收入，今后所需要储蓄的金额。（如果你希望有7万美元可以花用，好维持你的生活形态，就把这一栏的数目乘以2，如果你希望有10.5万美元可以用，就乘以3，其余类推。）以下告诉你如何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看这张表。

- 在最上面一栏找到你的年龄。
- 储蓄目标是你从 65 岁起，希望在扣除通货膨胀因素后，每年有 3.5 万美元可以花用，今后必须储蓄的资本。
- 左边是目前的储蓄，金额从 0 到 25 万美元，是你目前投资在免税投资工具的储蓄，预期以每年 10% 的投资报酬率，累积到 65 岁。
- 本表的其余部分显示，你每年需要储蓄和投资多少钱，才能达成你的储蓄目标。
- 65 岁退休后，假设投资报酬率为 7%，而且进一步假设你到了 90 岁；所累积的储蓄应该已经完全用光。

还记得用两个未知数解决等式的代数吗？你上过 3 个未知数的课程吗？我们身为投资人，面对的是更复杂的挑战，必须解决有 5 个重大未知数的谜题，至少也要明智、理性的管理这个谜题，何况每个未知数都在不断变化，这 5 个未知数如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下：

- 投资报酬率
- 通货膨胀
- 花费
- 税捐
- 时间

伯恩斯坦公司1996年春季号的《投资报导》第5～16页中，有一个分析，研究从1960年到1995年间35年的经验，愉快地假设一位投资人在1960年退休，拥有高达100万美元的储蓄。然后检讨各种投资计划的结果，这段期间名目的复合投资报酬率显然相当高，股票的投资报酬率是10.1%，债券是7.4%，国库券（或约当现金）是6.1%。35年后，在理论上，这个开始时100万美元的投资组合，最后会产生下列令人满意的结果，但是，我们很快就可以看出，这种结果非常靠不住：

股　票	$ 2860万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债　券	$ 1220 万美元
国库券	$ 800 万美元

每一种投资都是赢家！至少表面上看来是这样。但是，请看看缴税后的结果：

股　票	$ 1500 万美元
债　券	$ 550 万美元
国库券	$ 350 万美元

税负造成的差异真大，债券和国库券尤其如此。请注意这里假设的是最低税负，亦即投资人只缴联邦税，（不缴州税或地方税！）没有其他应税所得，而且采取合并申报。事实上，对于有能力投资 100 万美元的投资人来说，实际税负几乎可以肯定会更高。

股票的有效税率远低于债券的有效税率，因为股票的部分投资报酬率来自行情上涨，而且资本得利的税负比较低，又经常可以延后很多年，或是到你决定卖出时才缴交。美国股票投资报酬的实质或有效联邦税率约为 20%，大约是债券或国库券投资所得税的一半。

现在请准备面对通货膨胀的冲击，因为只有扣除通货膨胀后，才能把名目或表面上的价值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变成实质的金钱，结果相当能够令人认清事实。以下是经过同样的35年，扣除通货膨胀因素后的结果：

股　票	$ 290 万美元
债　券	$ 110 万美元
国库券	$ 70 万美元

对投资人而言，通货膨胀的问题比税负大多了。以实质购买力来说，债券投资经过整整30年以后，只比最初的投资多了10%，国库券实际上比最初的投资少了30%！税负和通货膨胀被人贴切的叫做可怕的“财政强盗”，原因就在这里。

请注意从1950年起，如果你投资市政债券，然后继续持有，并且将收益再投资，经过20年，其中只有一年亏损。在1950年这个有利的第一个投资年度，扣除通货膨胀后，你赚到0.01%的收益——但是尚未扣除管理银行或投资管理公司的管理费。

如果这项研究包括实际的持有成本，如共同基金的费用和交易成本，情况会变得更糟。即使是一般的货币市场共同基金，亦即管理现金常见的方法，一年大约也要收取0.5%的费用，债券型基金收取1%的费用，股票型基金大约收取1.4%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的费用。扣除这些费用后，你可以拿到的净成果如下：

股　票	$ 180 万美元
债　券	$ 75.5 万美元
国库券	$ 58.9 万美元

要赚到长期的“平均”报酬率，你必须拥有足够的坚忍精神，能够在行情下跌，通货膨胀撕裂你的投资组合和信心，使你坚持既有路线的决心动摇时，仍然保持全额投资的状态。

花费是另一个关键因素，在这一点上，时间又会造成全部的差别。请考虑投资人常用的两个花费规则造成的结果：第一个规则是把花费限制为只占资本的一小部分，例如 5%。如果你像这位仁兄一样，遵照这个规则，而且所有资本的投资在债券上，100 万美元的实质购买力会降到只剩下 20 万美元。全部投资股票的做法结果当然比较好，但也好不了多少，你的钱会增加 30%，也就是一年不到 1%。

另一个规则是把花费限制为不超过股利和利息的现金收入，亦即投资人只花费从股票投资组合中所得到的现金收入。开始时，投资人能够花的钱比第一种投资人少，但是，很快会赶上，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且会有更多钱可花，复利再度发挥了力量。

我们看看第一种简单规则背后不可靠的地方，花费本钱的5%对你的母校可能很好，但是，大学不必缴税，未来又可以期望得到校友和其他人的捐献，可以对抗通货膨胀。如果你知道自己活不久了，这种花钱方法对你可能也很好，但是如果你很长寿，开支又等于原有资本的5%，你每年从利息和股利得到的收入，会比你每年花掉的5%低，因此你必须动用老本，才能每年花费5%。这样你投资的本金受到的冲击会愈来愈大，减少的速度会愈来愈快，因为你的资本基础会减少，每年花费的5%当初看来非常小，在本钱中所占的比率却愈来愈高。

如果你信心不足，不敢把所有的资金投资在股票上，并且规定花费只以你得到的股利为限，以便保护你的本钱，并且让本钱增值，那么你可以把一部分资金投资在债券上，并把够多的债券利息再投资，保存债券的购买力。然而，因为通货膨胀可能不定期的严重打击债券，对于大多数投资人而言，这样的调整如何管理可能相当困难。

第二种花费规则是只使用从股票得到的股利，前提是假设企业会把未分配盈余，有效的再投资在本身的事业上生利，使盈余和股利成长，胜过通货膨胀。采用这种只花股利的方法，能够花的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱大约只有本钱的3%，等于只有第一种花费法的60%而已。

注意其中有一种细微的危险：投资人几乎总是可以增加投资成长股，从投资组合中生产更多的收益。但是，其他投资人都是理性的，除非他们期望明天会得到更多，才会让你今天有比较多的收益，因此所谓的高收益债券可能付你7%的利息，但是，其中一部分其实是资本的报酬，因为资本是要弥补偶尔很可能发生的倒闭情况。

金钱是储值媒介，把过去和现在、也把现在和未来连接在一起，你可以根据3%的比率，估计你每年想用的钱有多少，需要多少财富才能产生这笔收入。决定你目前拥有多少财富、每年需要储蓄多少，然后看看能否经由明智的投资计划，达成累积资本的目标。如果你设计的第一个计划行不通，就回头再做一次：每年多储蓄一些，或多工作和储蓄几年，或是平常过日子少用点钱。请注意，乐观不能帮助你，每一个假设都要谨慎、保守，有关储蓄率、投资报酬率的假设必须如此，跟开支有关的假设也要这样。

把你的储蓄和资本目标，与务实的投资报酬率期望和你拥有的时间架构结合起来，你就可以画出自己的投资人三角形，看出你每年需要多少资本或储蓄，才能符合自己的长期投资计划，成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功的达成务实的目标，在退休期间得到你所需要花费的钱（你的会计师或投资顾问一定可以帮你算）。

每年需要储蓄和投资很多钱，才能达成退休后的目标，如果你觉得惊异，知道不只有你觉得惊异，或许会让你略感安慰。退休很昂贵，原因之一是你比父祖辈都长寿，但是，主要原因是通货膨胀是极为无情的大敌。

投资人如果依靠每年的投资收益生活，或是未来必须这样子生活，好消息是国库券或债券支付的利息虽然年年有起伏，而且有时候波动得很厉害，但是，普通股投资组合的价值从来没有减少过，通常还会跟随着通货膨胀率而成长。

在很多方面，时间都是关键，你有多久的时间可以储蓄？你需要用钱的时间有多长？要用多少钱？小孩出生、新事业生涯或未来生病，对你的支出和储蓄需要会造成什么改变？在你投资的这些年内，投资机会有什么变化？小心研究投资历史对投资人可能很有用，但是，应该研究哪一种投资历史或哪一段期间的历史？经过近年美国股市漫长、美妙的时光后，投资人自然很容易就认为：过去 15 年代表了历史的一切，其实不是这样，就像你不能根据新英格兰美好的夏日时光，说明那里的气候一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人可能考虑死亡难以捉摸的讽刺性，如果比预期和计划的时间早死，储蓄多年的财力当中，至少有一部分储蓄者用不到。如果死亡时间比预计的晚，储蓄的钱财可能太少，结果可能是穷困不堪。你一定要慎重，但不能过头，你可能储蓄太多，爱你的人不希望你自我限制，过着穷困的日子，以便他们在你身后，多一笔可以用的钱。

对长期投资人来说，经由健全的投资咨商，获得明智又最适合自己的长期投资计划，其实是十分便宜的做法。讽刺的是，大部分投资人在规划最适当的长期投资计划时，不肯也不愿花钱找真正的帮手，这种严重的过失造成了庞大的长期机会成本，错失了原本唾手可得的东西。

好笑的是，投资人通常乐于为执行上的细枝末节，例如，投资管理费、经纪商手续费和银行管理费，给付多了很多的费用，却毫不考虑为整体投资咨商，付出费用，得到最适于自己的长期投资计划。说得明确一些，大部分投资人每 10 年用不到 1 万美元，就可以得到非常好的投资咨商，每 10 年用不到 2 万美元，就可以得到健全的遗产税计划（如果是 10 年一次的计划修正，花的钱还不到 5000 美元）。

然而，大部分投资人却不愿付这么多，却经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常乐于每100万美元，每年支付1万美元以上的投资操作费用，如经纪商手续费、顾问费用和管理银行的费用。好笑的是，投资人欣然付出较高的费用，得到的价值却比较低——不过乐意中带有无知。

一年内选一天，例如，选你的生日、元旦或感恩节，作为你“完全不管投资的日子”，保证每年在这个日子里，安安静静地用个几小时，平静而有系统的写出下列问题的答案。（第一年的检讨可能要用好几个小时，第一年检讨后，你可以更新去年写下来的计划，这样用的时间会减少，你可以在“检讨日”前大约一周，重读去年的计划，以便脑海和下意识中记忆犹新，为你反复做正确的思考和反省，使这段时间更有助于产生有利的效果。）这些问题有助于厘清你的目标：

- 退休期间，除了社会安全和雇主的退休给付外，我每年希望有多少收入？
- 我的退休岁月有多少年？（这里的关键是估计你会活多久，你可以问医生，如何应用你父母和祖父母的平均寿命，确定你自己的合理“遗传因素”，再依据你个人生活形态的健全程度，做适当的调整。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 我老来过日子，准备依循什么花钱规则？
- 我需要多少老本，退休时才能无虞匮乏？
- 在保险之外，扣除通货膨胀因素后，我需要多少钱，才能为配偶和自己承担全部的健保负担？（你的家庭医生或贵地的医院可以用他们的经验，拿病历和你们类似的人当标准，替你合理的估算。）
- 我希望遗赠多少钱，给每一位家人和任何特别的朋友？
- 我希望拨多少钱从事慈善事业？

接下来是投资人认为真正困难的问题，就是估计长期的平均年度投资报酬率，以下是简单好用的解决之道：

- 首先，要了解在扣除通货膨胀后，每种投资工具非常长期的报酬率大约如下：

股　票	4.5%
债　券	1.5%
国库券	1.25%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从1965年到1994年的30年内，在扣除每年5.4%的通货膨胀之前，精确的投资报酬率如下：现金准备6.7%，债券7.0%，股票9.9%。

因此，如果你操作时，假设每年可以从股票上，获得10%的实质报酬率，那你就错了。

- 其次，在你每年的“独自思考日”前，从容的写下以下两个问题，问3家机构的代表。第一个问题是“过去20年来，股市的年度平均报酬率为X%，以目前的股市行情为基准，贵公司预期未来20年的平均年度报酬率是多少？”第二个问题是“未来1年、5年和20年间，贵公司预期的通货膨胀率是多少？”你得到他们的答案后，予以平均，得到的当然不是精确的数字，但是大致精确而且有用。现在你有了和未来有关的两个重要估计数字，一是股市的名目投资报酬率，一是你估计实质报酬率时（扣除通货膨胀之后），必须据以调整名目报酬率的数字。

- 第三，请记住，在真正的长期内，最重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资决定似乎总是很明显，并请据以行动，以下是做决定的两条最重要的规则：

——任何投资 10 年以上的资金，应该投资在股票上。

——任何投资期间低于两三年的资金，应该投资在“现金”或货币市场工具。

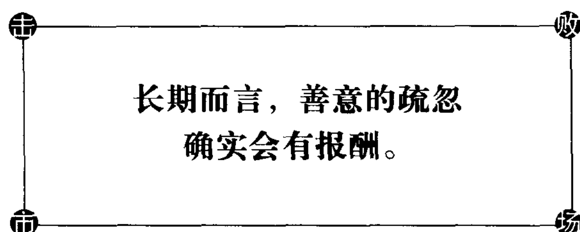
下一步是做出自己投资资产的完整清单，清单要包括下列项目：

- 股票和债券上的投资
- 家里的股票
- 退休计划里的任何资产，包括个人退休账户、基奥计划（Keoghs）、401（k）计划或 403（b）计划

接着，检讨你的退休收入（你可以求助雇主的人力资源部门或会计师处），以下是明显的收入来源：

- 个人的退休给付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 社会安全给付
- 投资收益

接下来列出你希望遗赠给家人和其他人的金额，以及你有意捐出的善款金额。

在长期投资中，善意的疏忽确实会有报酬。你小心、严格的做出长期投资政策的基本决定后，应该极为尊重的坚持下去。问题就像莎士比亚所说的“不在命运，而在于我们自己。”因此，最重要的是，抗拒“想采取行动”的奸险诱惑。梭哈玩家说：“紧张永远赢不到钱。”他们很清楚这一点。美国维尔（Vail）的小孩天地（Kinderheim）根据经验贴出下面这种布告：

- 小孩放在这里一天 …… 5 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 你看着小孩 ……………… 10 美元
- 你帮助小孩 ……………… 25 美元

就总资产的一大部分做出任何承诺前，投资人最好重新看看莎翁的名剧《李尔王》（King Lear）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章 终局策略

西洋棋手都知道，终局策略很重要，投资人应适度注意这一点，可以而且应该一定会大幅提高人生中的成就。

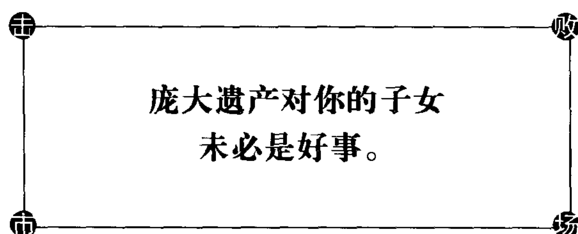
决定如何应用你的资金，以便产生实质有用的价值，可能和决定资金如何储蓄、累积和投资一样重要。供应退休所需要的花用是三个重大挑战之一，遗赠给至爱的人是第二个重大挑战，第三个重大挑战可能令人兴奋和满足，就是“回馈”社会。

财富就是力量，财富有力量行善和为恶，财富愈多，表示力量愈大。十分成功的投资人不论希望或意愿如何，都应该小心考虑他们可以移转给子女的财富总额，是否可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能扭曲子孙的价值观和重大抉择，或剥夺子孙自行开创人生坦途的乐趣，因而对后代造成真正的伤害。艾敦爵士（Lord Acton）有“权力会腐化，绝对的权力绝对腐化”的说法，值得再提出来作为警告。我们都知道，富家子弟景况悲惨的例子太常见了。性感巨星梅惠丝（Mae West）宣称“好事多多益善”时，是她自己的由衷之言，但是，庞大的遗产对你的子女未必是好事。沃伦·巴菲特和比尔·盖茨说要把大部分的钱捐掉，就是这个道理。

由于金钱是如此有效的储值或移转价值的方式，投资人在满足一生需求或需要之余，如果有剩余，就会有机会影响别人。用资产行善的投资人有福了，心怀好意，却用资产造成伤害的人祸殃不远。



庞大遗产对你的子女未必是好事。

就你所爱或觉得要负责的人，列出若干移转的可能之前，我们应该记住金钱强大的象征意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理医生觉得很奇怪，在心理治疗的相当初期，病人就能畅谈跟父母亲的关系、儿时的经验、主要的希望和恐惧，甚至可以畅谈正常情形下很隐私的事情，例如梦和性经验，病人几乎从来不讨论的事情就是金钱。

大多数人发现很难坦诚、充分理性和明智地讨论金钱的事情，因此在计划如何将你的钱留给其他人时，最好特别小心谨慎。不错，钱现在是你的，你活着的时候也是你的，但是这两种令人高兴的情况不会永远持续。而且钱在各种象征中，是最有威力的热核子装置，象征很多东西，对不同的人有不同的意义，而且其中的意义还经常相当出人意表。

规划健全的遗产计划时，你会希望得到专家在法律方面的建议，但是，下面有一些事情值得考虑，考虑时要承认每一个人有自己的目标和财力，并且希望自行做出决定：

一、每一位有资格设立个人退休账户的人，都应该设立一个这种账户，每一位有足够财力的人，每年都应该提拨上限金额（美国目前的上限是 2000 美元），好让长期复利和免税这两种强力引擎，发挥神奇的力量。

让你的儿孙辈趁早开始，从子女或孙子女出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生时起，你每年可以为每一个人提拨最高 2000 美元的金额。

二、你每年最多可以给每一位你希望赠与的人 1 万美元，不必缴税，已婚夫妇每年可以彼此互赠 2 万美元。长期而言，大多数投资人可以把这种年度赠与额度，作为一生遗产税规划和投资管理计划中的主要部分，甚至成为最重要的部分。（对年幼子女的赠与可以由父母亲当监护人。）

你可能会特别注意子女，这种赠与确实可以累积（原因之一是赠与部分未来赚的投资收益，是用孩子的税率课税，这种税率几乎可以确定会比你的税率低）。经过 20 年，每年赠与的 1 万美元如果能够明智的投资，可能累积到将近 50 万美元。

这种赠与的主要优点是在你死亡时，可以完全规避掉遗产税。这种方法成功的关键还是时间和复利，因此要好好规划，尽早开始，并且始终遵循计划。

三、在对个人的其他免税赠与方面，你一生有 100 万美元的上限。认真地研究遗产税率表，尤其是研究你可能适用的较高税率后，就会强力的敦促你利用这种赠与权利。考虑复利的累积效果，会鼓励你在人生的相当早期，利用这种权利。

四、虽然伊莉莎白时代的法律反对“永久所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

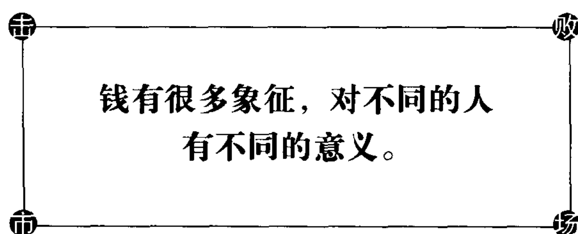
有权”，美国国税局却容许你在100万美元的限额内，成立跨越世代的免税家族基金，以便作为教育费用，你却不必负担遗产税，你的子女可以决定他们的信托资产如何分配给你的后代。把资产拨进这种基金前，必须缴交赠与税或遗产税，然而，开始缴了这些税之后，资产就可以在跨越世代的免税环境中，变成你家族里的赠与或遗产，成长和累积好几代，时间通常可以长达80年到100年。请记住，如果投资在缴交所得税后，每年增加7%，每10年就会增加一倍，经过100年，100万美元就会变成1亿美元。同时家族基金可以像家族银行一样运作，可以视需要，分配额度或贷款给家族成员。富有的投资人应该考虑这个做法。

有一个有趣的法规，叫做“合格个人住宅信托”（Qualified Personal Residence Trust），可以让你移转你的住宅所有权给子女，并且你在一段期间内，例如15年内，不必支付租金，照样住在你自己的房子里。只要你不在信托到期前死亡，你可以节省一大笔遗产税，同时又可以把所有权移转给你的子女。

例如，一栋价值100万美元的住宅，以应税赠与物品的方式移转，计税时，价值只有目前行情的一成到两成，原因在于美国国税局认为，赠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与物应税现值只是子女在15年信托期结束时接收所有权时的价值（这种比现值低落的折价，是复利有力的累积或促进增值的好处）。



五、如果你希望移转大笔资金给后代，却担心在他们到达“财务成熟”的年龄之前，太早用太多的钱，扭曲他们的价值观和人生，那么你可以考虑美国前总统肯尼迪的夫人、后来嫁给希腊船王欧纳西斯的杰奎琳的安排。（后来由她的子女根据她遗嘱中的一条选择权规定，撤消这种安排。）

以下是大致的做法：可以设立一个信托，期间好比说是30年，规定这段期间每年提拨收益，付给你最喜欢的学校或慈善事业（规定一定的金额或信托资产的一定比率），信托的本金在30年后，付给选定的受益人。这种做法没有遗产税，只有根据国税局规定的利率折价后的信托本金估计净现值，必须课赠与税，这种净现值只有本金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在30年后可能市值的一小部分。

如果你担心现在把财富移转给30～35岁的受益人，可能造成伤害，却肯定未来同样的移转财富，不会伤害届时已经60～65岁的同一个人，这种信托可能是有效移转财富，税负又最低的方法。(请注意，所有关键数字都根据很久以后市值的长期估计值，聪明的投资人会希望在不同的情况下，研究出信托的特殊条款和投资政策，并且选定自认为最有信心和最安心的选择。)

六、奇怪而且相当正确的是，遗产税律师会建议你，在你死后，最适合作为慈善事业的资产，可能是你目前免税定额提拨的退休基金计划，如401（k)、403（b)、个人退休账户或分红计划。

这种异常状况令人惊异，却千真万确，因为这些资产必须包括在你的遗产中，这点表示不但你会造成遗产税的问题，在你死亡当天的资产成本和市值的差距之间，也会引发资本利得税的问题。然而，如果你决定把本金捐赠给慈善事业，这两种税都可以避免。这就是异常的原因：虽然在你工作和退休岁月中，定额提拨计划的资产免税，在你死亡时，却要负担相当重的税。因此为了有效的规划租税事宜，你可能希望把你所有财富中的这一部分，作为慈善捐赠。

在探讨任何复杂问题时，逆向推理可能是消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除忧虑的好方法，投资人可以不把遗产税当成财产税，而是因为你不愿在活着的时候，特别是在死亡之前很久很久以前，就替你的财富分配，做出不可撤消的决定，因而征收的税捐。

大部分投资人不愿意做这种分配财富的决定，但是，请记住，惟有现在愿意就未来做出决定，才可以运用最长期的复利力量，对达成你深思熟虑过的目标，产生最大的影响。

如果你现在愿意，而且能够对你的资金在长期的未来如何处理，做出不可撤回的决定，你就可以节省大量的税负，就像本杰明·富兰克林明智的说法一样：“省下一分钱，就是赚一分钱。”

要达成人生最大的财务成就有5个阶段，或者说可以分为5个层次：

- 赚钱
- 储蓄
- 投资
- 捐赠
- 遗产规划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在理想的情况下，你可以享有完整、平衡的生活，同时在每一个阶段遵循你的价值观，在一组可行而且可得的机会限制下，达成最大的成就。

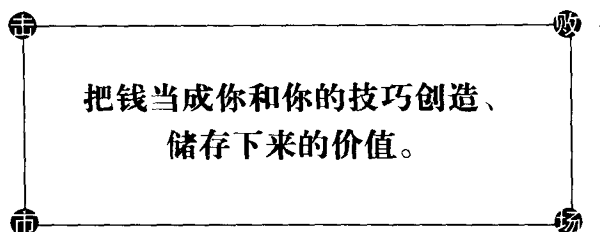
刻意尽量扩大储蓄和投资金额的投资人，会希望将同样多的注意力，放在尽量减少税负造成的分散，尤其是遗产税造成的分散。这样做会尽量提高用在达成期望目标的资金总额。

扣掉想要移转给喜爱的家人和其他人的钱之后，投资人如果还有多余的资金，不应该忽视一种他们为自己创造、又具有十足报酬的机会，就是让促成美好的事情发生。

“捐钱行善”的说法使整个理念走上错误的方向，相反的，你要发挥想像力和努力的思考，找出方法运用你的金钱，运用你和你的技巧多年来创造、储存下来的价值，促使好事发生，造福你所爱的人和机构。你在促成众人的生命良性发展的过程中，可以得到绝大的快乐和个人的精神满足。

选择行动或变化时，要选美梦成真，能够给你深远的精神满意或愉快的事情。你提供资金，协助这些美梦成真。就像很多其他人一样，你把财力用在你真正喜爱的行动和价值观上，你可能发现十分满足。毕竟你的财力确实是你自己的努力、想像力和好运储存下来的成果，以下是你可以发挥影响的一些方法：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 设立奖学金，资助期望在艺术、科学或商业上有一番作为的青年才俊。
- 捐赠奖学金，协助生活艰困、需要有人帮忙走上正途的青年学子，如果你想不到什么特定的学校，可以考虑贝里亚学院(Berea College)，这所学府只接受念不起大学的青年学子。
- 透过机构、团体或个人，为科学、医学或社会正义目标，提供财务支助。
- 支助医院、收容所和协助处境艰困的人的其他机构。
- 供应资金给可以极度丰富人类生活的艺术、音乐、舞蹈或剧院。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你最大的满足可能来自服务一家大型的全国性机构、全球性组织或自己社区中的一家小小的实体服务。有经验又活跃的善心人士一致同意捐钱很重要，同时全力投入时间、技术和精力，会得到更大的享受和满足。不要把你整个人生经验中这个重要的部分，留在阁楼上的储藏室或放在银行，或是让别人这样做，从中得到享受。你可以到处看看，透过活跃的策略性长期捐赠计划，努力的参与。

捐赠者知道，看到自己创造的财富，看到自己透过生产和提供更好的服务与产品，所增加的有用经济价值，在自己活着的时候重新展现新生命，而且是根据自己认为重要的方式重生，发挥出减少个人或社会所受到的限制，又促成美好事物实现的作用，的确是莫大的快乐。有一句老话说得好，“生不带来，死不带去”！凡是设法回馈一些东西的人，毫不例外的，都会以真正满意的样子，谈起他们人生中的这一个层次。

你献出时间、才能和金钱，可以从两种至深且远的方法，得到报偿。对你自己来说，看到活生生的人们和组织受益，是个人莫大的满足；而且和善于鼓舞别人又有意思的人在一起，一同参与有用的活动，得到珍贵的新朋友，也会有令人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很满足的个人经验。

我个人获得的“启示”之一，是1974年我在纽约洛克菲勒中心里的查理欧餐厅（Charley O's）享用蛤蜊时得到的，餐厅墙壁挂满电影明星巨大的黑白照片，每张照片底下都有一行这位明星的名言。我这张桌子旁边的墙壁上，高挂的明星是出身澳洲塔斯马尼亚、一度以十分放荡闻名的浪子埃洛·弗林（Errol Flynn），他说的那句话是：“凡是死后留下1万美元以上的人都错了。”（Any guy who dies with more than $ 10 grand has made a mistake.）埃洛·弗林说这句话时，一定另有所指，我却当下决定，要避免缴交遗产税超过必要金额的错误，方法是在自己一生中多施多与。我宁可犯过失之过（捐赠一些后来却后悔的目的），不愿犯疏忽之过（捐施太少或太晚）。这样做一直很有意义，也充满乐趣，而且得到很多报偿。

这样做就像投资的其他领域一样，事前计划、在能力限制范围内保守为之，并且善用时间，及早开始，做出有用的贡献，只要自己力所能及，就始终持之以恒，才算是明智[①]。

---

① 克劳德·罗森柏（Claude Rosenberg）除了写作好多本好书，教人如何投资赚钱之外，也写了一本《富而睿智》（Wealthy and Wise），是率先探讨如何思考你能够做什么奉献的佳作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结 论

投资管理要成功，必须负担最重责任的人是你，不是你的专业投资经理人。你的重责大任是决定自己的长期投资目标，并且在专业经理人的专家建议下，决定一套经过深思熟虑，能够达成你投资目标的务实投资政策。

只有把制定投资政策和操作投资组合这两种责任分开，你才能授权经理人，在日常的投资组合操作中，推动政策，自己又不放弃责任，负责制定目标、确保你设计的投资政策能够达成目标。

投资政策的重要目的是提供健全的指引，特别是在市场状况最令人困扰，让人最急切的忧心这些政策真正的智慧时，提供健全的指引。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你应该研究你的整个投资状况、感情上对风险的忍受能力，以及投资市场的历史，因为市场偶尔会出现凄惨的现实，这种现实与你的财务与情感需要不协调时，可能造成重大的伤害，而且这种事情过去的确发生过。

投资人研究投资的现实状况后，就能够保护自己和自己的投资，不受极为常见却不实际的信念影响，不会认为可以找到能够大幅“击败市场”的投资经理。这些深知内情的投资人就会了解，活跃的投资经理要击败市场，惟一的方法是找到和利用其他投资人的错误，少让其他人找到和利用自己的错误；并且了解致力击败市场的经理人非常可能过度努力，反而遭到击败。

精通本行工作的投资经理这么多，他们不会犯下够多的错误，所以，任何大型机构投资人不太可能会以很大的差距，或始终一贯的击败同样专业的对手。大多数坚持这样做的经理人和客户，不论是单独尝试，还是和经理人一起尝试，都会对结果失望。这是输家的游戏。

还好有一个轻松的方法，可以赢得输家的游戏，就是不玩这种游戏，至少不是照现在已经极为过时的传统规则来玩。乔治·马歇尔忠告手下的高级将领，赢得第二次世界大战的方法是：“不要和问题作战。”要接受现实，就像牌戏专家的建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样，“要照手上的牌玩”。

时代变了，现有管理投资组合，击败市场的老方法已经过时，现在有一个行得通的新方法。这个方法看轻投资组合操作，特别看轻英雄式的操作方法，改成注重仔细思考、明确记录和明白规定的政策。

如果你能够体认到，投资人接受和持续承受高于一般水准的市场风险，诱因和酬劳是较高的报酬率，因此最高的报酬率来自股票投资，那么你应该在你的投资组合的资产配置中，依据你的经济和情感所能承受的限制，定出最高比率的股票投资，并且长期维持下去。

要做好你的工作，你必须了解市场短期内变化难料的性质，也必须了解市场长期大致持续一贯的性质。有效率的客户如果有这样的了解，对于市场长短期间的波动，忍受的能力会增加，能够专注投资组合的长期目的，适当的利用任何投资人最大资源：时间的全部好处。

损失是每天都有的现实，股价每天有涨有跌，通货膨胀日复一日侵蚀投资的购买力。其中的挑战——和机会——是减少损失。

一位业界名家在华尔街打滚将近50年后，一位后起之秀问他终身投资成功的秘诀，他的回答简短而直接：“不要损失！”乍听之下，这句话几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎是太聪明了，但是，在我的理解力愈来愈成熟后，我现在承认他的话具有大智慧，他说对了。〔这位名家是渥特海姆公司（Wertheim & Co.）资深合伙人兼大老约瑟夫·柯林根史坦（Joseph K. Klingenstein）。〕

伟大的高尔夫球教师汤米·亚穆尔（Tommy Armour）说过一个明智的建议："这杆打下去，要使下一杆好打！"巴顿将军（George Patton）这样说过："让其他可怜、愚蠢的王八蛋为国牺牲。"他们说的都是同一件事：别充英雄，划不来的。

坚守思虑周全的长期投资政策是投资成功的大道，其中所需的行动并不复杂，真正的挑战是坚守长期投资的纪律，避免因为触目可见、动人心弦、却与真正投资无关的奇趣而分心。坚守长期投资纪律是客户主要的责任，也是客户做出贡献的机会。要赢得"击败市场"的输家游戏很容易，就是不加入这种游戏。心力要集中在赢家的游戏上，订出符合市场现实和个人长期目标的健全投资政策，然后谨守不渝。

你现在已经知道投资成功所需要知道的一切，可以成为专业投资经理的成功客户。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重 点 书 目

书　　名	作　者	定 价
向大师学管理系列		
《杰克·韦尔奇领导艺术词典》(Jack Welch Lexicon of Leadership)	Krames	32.00
《质量无泪》(Quality without tears)	Crosby	
《六个西格玛培训手册》(The six sigma training kit)	Juran	
当代管理精选		
《绩效！绩效！》(Coaching for improved performance)	Fournie	24.80
《并购成长》(Digital Deals)	Geis	
向大师学投资系列		
《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》(How to think like Benjamin Graham and invest like Warren Buffett)	Cunningham	29.80
《巴菲特怎样选择成长股》(How to pick stocks like Warren Buffett)	Vick	
《基金大师伯格论投资》(John Bogle on investing)	Bogle	
当代投资精选		
《财务报表分析与证券定价》(Financial statement analysis and security valuation)	Penman	98.00
《投资艺术》(Winning the loser's game)	Ellis	
《技术分析手册》(Technical analysis from A to Z)	Achelis	
《麦格劳希尔投资者指南》(The McGraw – Hill investor's desk reference)	William	
当代营销精选		
《定位：头脑争夺战》(Positioning)	Ries & Trout	39.80
《营销战》(Marketing Warfare)	Ries & Trout	19.80

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

书　　名	作　者	定 价
《营销革命》(Bottom – up marketing)	Ries&Trout	
《定位新论》(The new positioning)	Trout	
《市场领导者》(The market makers)	Spulber	
美国大学主流教材选译		
运作与决策科学		
《数据，模型与决策》 (Introduction to management science)	Hillier 任建标译	75.00
会计学		
《财务报表分析与证券定价》 (Financial statement analysis and security valuation)	Penman 刘力译	98.00
经济学		
《宏观经济学(第八版)》 (Macroeconomics)	Dornbusch 王志伟译	
管理学		
《组织行为学(第二版)》 (Organization Behavior)	McShane 王重鸣译	
《薪酬组织(第三版)》 (Staffing Organization)	Heneman	
《组织发展与变革(第五版)》 (Organization development and Transformation)	French	
《工作中的激励与领导(第六版)》 (Motivation and leadership at work)	Steers	
《领导学》(The art of leadership)	Manning	

销售服务： 010 – 88191017，88191063（FAX）

E – mail： webmaster@businesse – win.com.cn

邮购地址： 北京市阜成路甲 28 号新知大厦中国财政经济出版社邮购部

邮购费用： 书价加 15%

电　　话： 010 – 88190457

邮　　编： 100036

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散户不应该把收益机会建立在击败市场上，聪明的做法是运用市场力量，把强大的时间节奏和复利机会纳为己用，赢得长期的成功，这才是掌控自己投资命运的最好途径。

——艾里斯

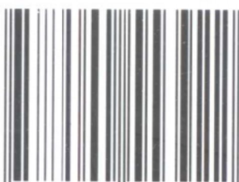
“艾里斯和萨缪尔森（诺贝尔经济学奖获得者）的思想……对我和我创办的公司至关重要”

——约翰·伯格尔，美国先锋集团创办人，总裁

本书起源于作者的一篇获奖论文，经过丰富与扩展，成为当代最受推崇的投资名著。作为一个思虑周全、善于规划投资策略的专家，作者细致考察和分析了当今散户的投资环境，系统地阐述了散户及投资经理投资理念的误区，并提出散户自身的投资哲学：了解资本市场和投资的性质；把握自己的财务前途，提高自律性；调整自己的投资计划，以适应市场状况和自身的利益和目标；用最有效的方式与投资经理人合作。


财经易文

ISBN 7-5005-5392-7



McGraw-Hill 全球智慧中文化

Mc Graw Hill

ISBN 7-5005-5392-7/F·4777
定价：19.80元